

Commissione
6^a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro)

*Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale
e sui suoi effetti sull'economia italiana*

***Un sistema con più regole, più capitale,
meno debito, più trasparenza***

Audizione del Governatore della Banca d'Italia
Mario Draghi

Senato della Repubblica
21 ottobre 2008

1. La crisi finanziaria internazionale

1.1 Le origini

La crisi finanziaria affonda le sue radici nei cambiamenti strutturali che hanno caratterizzato negli ultimi anni l'economia globale e in modo particolare il settore finanziario stesso. La crescita mondiale, sostenuta in misura crescente dai paesi emergenti, si è accompagnata ad un progressivo ampliamento di squilibri significativi, tra loro strettamente connessi. Ad una cronica carenza di risparmio in alcune aree del mondo, particolarmente negli Stati Uniti, è corrisposta una crescente eccedenza in altre, soprattutto in Cina e in altri paesi emergenti a elevata crescita. Lo squilibrio nelle bilance dei pagamenti non è stato compensato da movimenti appropriati nel sistema dei cambi.

Non è la prima volta che squilibri macroeconomici accompagnano fasi di rapido sviluppo. Il sistema finanziario internazionale svolge la fondamentale funzione di raccogliere il risparmio là dove esso si forma e incanalarlo verso usi produttivi, in qualsiasi parte del mondo. Ha adempiuto a questo compito molte volte, con successo, in passato.

Che cosa ha generato fattori critici questa volta? Alcune delle profonde trasformazioni del sistema finanziario possono incanalare, distribuire, diversificare il rischio; se vanno fuori controllo, come può avvenire in un momento di euforia finanziaria, lo rendono opaco e lo moltiplicano. La correzione, necessaria, è tanto più violenta quanto più tarda.

Negli ultimi dieci anni percezione del rischio e propensione verso di esso si sono modificate in misura significativa. Il prolungato periodo di bassi tassi di interesse, nominali e reali, ha generato una forte espansione del credito e degli aggregati monetari. I premi al rischio nei mercati azionari, immobiliari, dei titoli di Stato e delle obbligazioni hanno raggiunto – in diversi momenti – un minimo storico. Questi sviluppi hanno spinto i prezzi delle attività finanziarie e reali su valori eccessivi. A partire dall'inizio del decennio il fenomeno si è manifestato in maniera particolarmente acuta nei mercati immobiliari, soprattutto negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei.

Il sistema finanziario e, all'interno di esso, le banche, hanno attraversato una trasformazione rapida e profonda. Volume e numero delle transazioni finanziarie hanno conosciuto una crescita senza precedenti. Dal lato dell'offerta, la deregolamentazione, il progresso tecnologico, l'innovazione finanziaria e la crescente integrazione dei mercati internazionali hanno enormemente ampliato la gamma di prodotti e strumenti offerti e le combinazioni possibili di rischio e rendimento, ridotto i costi di transazione, creato nuovi mercati e unito mercati prima segmentati. Dal lato della domanda, è aumentata a causa dell'invecchiamento della popolazione la quota di risparmio investita in prodotti previdenziali e assicurativi, mentre le condizioni favorevoli di accesso al credito hanno stimolato un forte aumento della domanda di mutui e di credito al consumo. Rispetto al modello tradizionale in cui le banche svolgevano un ruolo predominante nell'attività di intermediazione finanziaria, è aumentato enormemente il peso dei mercati e degli intermediari non bancari.

A livello internazionale, le banche hanno risposto alle sfide e opportunità offerte dallo sviluppo dei mercati, estendendo le loro funzioni ben oltre il tradizionale modello di intermediazione. Hanno frammentato l'attività di concessione del credito cedendo ad altri operatori finanziari prestiti da esse in precedenza erogati, tramite l'attività di cartolarizzazione. Hanno in questo modo aumentato la leva finanziaria. Dal lato della raccolta, esse hanno differenziato le fonti di finanziamento, accrescendo il peso del ricorso diretto al mercato e riducendo quello dei tradizionali depositi al dettaglio. Si è attenuata la distinzione tradizionale tra intermediari. Le banche sono oggi intermediari che forniscono liquidità e, al tempo stesso, una ampia gamma di strumenti di finanziamento con un elevato grado di complessità. Nonostante la loro quota sul totale delle attività si sia ridotta, esse mantengono un ruolo centrale e il loro legame con il mercato è diventato progressivamente più stretto e interconnesso.

L'aumento della leva finanziaria è avvenuto anche al di fuori del sistema bancario. Negli Stati Uniti vi hanno contribuito le due istituzioni di interesse pubblico il cui ruolo era quello di sostenere il mercato dei mutui immobiliari alle famiglie, Fanny Mae e Freddie Mac.

Alla fine degli anni novanta questo sistema ha consentito l'afflusso di ingenti quantità di capitale verso attività innovative, soprattutto nel settore dell'informatica e delle comunicazioni; ha accelerato l'innovazione tecnologica, con benefici per tutti. Ha contribuito in qualche misura a una rivoluzione delle tecnologie dell'informazione i cui effetti vanno ben al di là dello sviluppo economico, accrescendo in modo straordinario la possibilità di sviluppare e far circolare idee innovative.

Ma la crisi finanziaria ha messo in luce anche tutte le fragilità insite in questi sviluppi. L'accresciuta complessità degli strumenti, la loro opacità, hanno reso più difficile la gestione dei rischi; hanno accresciuto il pericolo che, di fronte a un repentino innalzamento della volatilità dei mercati e una riduzione della propensione al rischio degli investitori, si determinassero per le banche difficoltà nella raccolta e nella gestione della liquidità. Si sono manifestati chiari problemi di *governance* e incentivi distorti in molte aree dei servizi finanziari: strategie e pratiche remunerative dirette più agli utili di breve periodo che alla costruzione di una solida posizione a medio termine. I doveri di diligenza degli investitori sono stati insufficienti e acritico è stato l'utilizzo delle valutazioni delle agenzie di rating. Queste ultime si sono dimostrate affette da gravi conflitti di interesse nel loro doppio ruolo di valutazione e di consulenza agli emittenti e agli investitori. La maggiore diversificazione dei rischi apparentemente raggiunta con le cartolarizzazioni si è rivelata illusoria; il rischio è risultato essere in realtà molto più concentrato di quanto si pensasse e in gran parte gravante sulle banche. L'innovazione è stata perseguita talvolta al solo scopo di aggirare le normative prudenziali. Gli istituti finanziari hanno raggiunto livelli di indebitamento e di esposizione al rischio insieme eccessivi e sottovalutati.

La crisi ha anche rivelato debolezze nel quadro regolamentare e di vigilanza. I criteri normativi di Basilea I sono risultati insufficienti nel nuovo contesto finanziario. Hanno incentivato la trasposizione del rischio fuori dei bilanci delle istituzioni e la creazione di un vero e proprio sistema bancario parallelo. Nuove regole contabili disegnate per aumentare la trasparenza dei bilanci bancari si sono rivelate talvolta controproducenti: sono state insufficienti ad assicurare una chiara e completa rappresentazione contabile dei rischi, e al tempo stesso hanno determinato un inasprimento degli effetti ciclici sull'attività bancaria, tendendo a rafforzare l'espansione degli aggregati creditizi in tempi tranquilli, a frenarla ulteriormente in momenti di restrizione e illiquidità.

Il sistema di sorveglianza si è dimostrato chiaramente inadeguato in alcuni paesi. L'epicentro della crisi, è situato, non a caso, in settori e istituti poco o per nulla vigilati, in particolare nel mercato dei mutui *subprime* statunitensi. Non sono mancati casi di imperizia, di incapacità di valutare correttamente i rischi assunti e in più casi i comportamenti sono stati caratterizzati da carenze di natura deontologica o etica e perfino da illegalità. È doveroso sottolineare che le pratiche messe in atto nei settori all'origine della crisi non sarebbero state ammissibili o possibili in molti altri paesi, in modo particolare in Italia. La scintilla iniziale si è alimentata grazie alle più ampie debolezze del sistema finanziario internazionale sopra ricordate, provocando quella rapida perdita di fiducia e di liquidità nei mercati finanziari cui abbiamo assistito nell'arco dell'ultimo anno. Questo spiega perché perdite che potevano essere circoscritte stiano invece avendo conseguenze così significative per i mercati e per l'economia reale a livello globale.

Gli allarmi, nel tempo, non erano mancati. Non potevano essere previsti né il momento, né il preciso meccanismo, né l'entità della crisi: ma si potevano ben vedere le tensioni che si andavano accumulando. Non ultimo chi vi parla aveva richiamato più volte l'attenzione sugli squilibri del sistema finanziario internazionale; sui rischi che accompagnavano gli indubbi benefici dell'innovazione finanziaria. In tempi tranquilli, i moniti restano spesso inascoltati.

1.2 Gli sviluppi

Il rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti prima, e il rallentamento ciclico dell'economia poi, hanno determinato lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti. L'accresciuto servizio del debito delle famiglie e l'inversione dell'andamento dei valori immobiliari hanno portato ad un aumento drastico delle insolvenze, in particolare nel settore dei mutui *subprime*. A partire dalla primavera del 2007, le quotazioni dei prodotti strutturati legati al mercato dei mutui statunitensi hanno subito una sempre più rapida discesa e il loro mercato si è prosciugato. Ciò ha generato difficoltà di finanziamento delle società emittenti (*SIV* e *conduits*) prima, e, a seguito del loro inevitabile riassorbimento nel sistema bancario, delle banche stesse. Si è reso evidente che il trasferimento di rischi al di fuori delle istituzioni bancarie era in buona parte illusorio.

Alcune tra le principali istituzioni finanziarie internazionali hanno registrato sensibili perdite; vi hanno fatto parzialmente fronte raccogliendo capitale sul mercato.

La situazione si è notevolmente aggravata con la crisi del gruppo Lehman nel settembre scorso. La crisi acquista velocità, diviene sistemica. Gli operatori si sono resi conto che era possibile il fallimento di un grande gruppo con ramificazioni sistemiche a livello internazionale; le preoccupazioni sulla solidità delle controparti si sono fatte acute; l'emissione di strumenti di capitale sul mercato è divenuta estremamente difficile; alla crescente sfiducia si è accompagnata la rarefazione della liquidità. Le banche hanno iniziato ad accumulare o a depositare presso le banche centrali ingenti volumi di liquidità, anche per poter far fronte a eventuali improvvise necessità future. Tutto ciò ha impedito il corretto funzionamento del mercato interbancario; si sono innalzati tassi di interesse e *spreads* rispetto ai titoli di stato; le contrattazioni si sono rarefatte sulle scadenze non brevissime, fino a concentrare pressoché tutta l'attività sul segmento *overnight*.

Le banche centrali hanno risposto alla crisi di liquidità sui mercati monetari aumentando volume e numero delle operazioni di rifinanziamento, estendendo le scadenze, allargando la gamma di titoli accettati come collaterale nelle operazioni. L'assetto operativo della BCE si è rivelato robusto e

flessibile nel rispondere in maniera efficace alla sfida posta dalla contrazione della liquidità nei mercati. Sono state da ultimo apportate modifiche di rilievo per aumentarne l'incisività (cfr. Appendice 1 su "Le recenti operazioni di liquidità delle banche centrali in risposta alla crisi").

L'iniezione di liquidità da parte delle banche centrali è stata cruciale per impedire un completo dislocamento del mercato monetario. Tuttavia essa cura i sintomi, non la causa profonda dello stallo dei mercati, rappresentata dal crollo della fiducia. Le preoccupazioni relative alla solidità patrimoniale, alla adeguatezza delle condizioni di liquidità, alla rimanente esposizione ai titoli strutturati sono stati e rimangono i fattori chiave delle tensioni sul mercato interbancario.

Alla restrizione generalizzata delle condizioni per l'accesso al credito si è accompagnata una crescente differenziazione tra banche. Il mercato premia un ritorno al modello tradizionale di intermediazione. È entrato in crisi e si è in pratica esaurito negli Stati Uniti il modello delle banche di investimento, con il fallimento di Lehman Brothers, l'annuncio di accorpamento di Merrill Lynch e la trasformazione avviata di Morgan Stanley e Goldman Sachs in banche commerciali. Le banche hanno contrastato il deterioramento della propria situazione patrimoniale riducendo la leva finanziaria (*deleveraging*) sia tramite la cessione di attività, sia ricorrendo a nuove iniezioni di capitale privato. Per alcuni mesi il sistema è stato in grado di attrarre ingenti flussi di capitale: 430 miliardi di dollari, di cui 170 in Europa, a fronte di perdite dichiarate per oltre 550 miliardi, di cui circa 220 in Europa. Questi afflussi hanno cominciato a rallentare in estate a causa del forte aumento del prezzo delle materie prime, che ha depresso i corsi azionari, rendendo il ricorso al capitale privato più difficile e costoso. Vi è stato inoltre un rapido cambiamento nel profilo degli investitori: i fondi sovrani, che avevano contribuito per circa il 60 per cento del totale del capitale investito fino al dicembre 2007, sono stati rimpiazzati dagli investitori privati e istituzionali.

La situazione di grave difficoltà sul mercato interbancario ha spinto in alto i costi di rifinanziamento di imprese e famiglie. Il collocamento delle obbligazioni delle società si è ridotto ed è diventato più costoso. A fronte di una preoccupazione crescente riguardo l'impatto della crisi sull'economia reale, in settembre si è avuta una drammatica discesa delle quotazioni azionarie che ha riguardato tutti i settori.

1.3 Le risposte di emergenza

Le risposte di emergenza alla crisi hanno assunto inizialmente un carattere prettamente nazionale. Ciò è spiegabile, e in una certa misura inevitabile, dati i tempi diversi del manifestarsi dei casi di difficoltà più acuti, le loro diverse caratteristiche, lo stretto legame con le strutture finanziarie locali, il coinvolgimento di risorse pubbliche sotto il controllo dei governi nazionali.

Di fronte all'acuirsi della crisi, il bisogno di ricapitalizzazione del sistema bancario è diventato più stringente; più difficile il ricorso al capitale privato. Si è reso inevitabile un intervento diretto dello Stato. Si sono manifestate con frequenza crescente, dapprima negli Stati Uniti e quindi in Europa, situazioni di vera e propria insolvenza di istituzioni finanziarie. Negli Stati Uniti, gli interventi di stabilizzazione hanno comportato accorpamenti societari, spesso con l'intervento o la garanzia del Tesoro e della Fed, il salvataggio delle GSE (*Government Sponsored Enterprise*)

Fannie Mae e Freddie Mac e della compagnia di assicurazioni AIG, e infine l'approvazione da parte del Congresso di un piano complessivo per il sostegno delle istituzioni finanziarie che comporta lo stanziamento di oltre 700 miliardi di dollari.

In Europa, gli interventi hanno riguardato il salvataggio di alcune banche, in alcuni casi con il concorso dei privati, nel Regno Unito, in Francia, Belgio, Lussemburgo, Olanda e Germania, il rafforzamento delle misure di garanzia dei depositi bancari, la messa a punto di piani di ricapitalizzazione del sistema bancario in numerosi paesi (cfr. Appendice 2 su "Iniziative di stabilizzazione del sistema finanziario nei principali paesi).

Con la caduta di Lehman la crisi diviene sistemica; la crescente consapevolezza delle interazioni esistenti tra le politiche dei vari paesi rende manifesta la necessità di una risposta coordinata. L'8 ottobre, le principali banche centrali del mondo hanno ridotto i tassi di riferimento delle politiche monetarie simultaneamente in modo concordato, una mossa che non ha precedenti nella storia delle istituzioni monetarie. Dando seguito alla linea espressa durante il vertice G7, il Consiglio ECOFIN ha approvato il 12 ottobre un piano di azione concertato a livello europeo. Il piano prevede che le azioni perseguite a livello di ciascuno Stato membro siano ispirate a principi comuni, in modo da rendere massimo l'impatto sulla fiducia di cittadini e mercati e limitare gli effetti distorsivi della concorrenza e le esternalità negative sugli altri paesi, garantendo il mantenimento di regole comuni. Governi europei, istituzioni UE, autorità di supervisione e banche centrali hanno concordato di seguire un approccio coordinato, per assicurare appropriate condizioni di liquidità alle istituzioni finanziarie; garantire i depositanti; facilitare il rifinanziamento sui mercati delle banche, provvedendo tra l'altro a istituire garanzie di medio periodo sulle nuove emissioni di debito bancario; agevolare la ricapitalizzazione del sistema finanziario con interventi diretti nel capitale delle banche; assicurare iniezioni di capitale adeguate nelle banche in condizioni difficili, garantendo l'assunzione di responsabilità di management e azionariato; rendere più flessibile il sistema contabile.

La chiara volontà delle autorità europee e degli altri maggiori paesi di rispondere in modo coordinato alla crisi a livello globale è fatto di estrema importanza.

2. Gli effetti sull'Italia

Il sistema bancario

Le banche italiane hanno fronteggiato la crisi che ha investito con crescente violenza il sistema finanziario mondiale a partire dall'estate del 2007 potendo contare su un modello di attività fondamentalmente sano, sui forti recuperi di efficienza conseguiti negli anni passati, su un patrimonio sufficiente, su un quadro normativo, disegnato dal Parlamento nelle sue linee di fondo, esteso e prudente. Si sono dimostrate finora in grado di reggere l'urto meglio di quelle di altri paesi avanzati.

Lo straordinario aggravarsi della crisi nelle ultime settimane ha tuttavia provocato forti tensioni anche nel nostro Paese.

La situazione fino al fallimento della Lehman Brothers

La specializzazione della gran parte delle banche italiane nell'attività bancaria tradizionale ha contribuito a contenere l'impatto delle turbolenze. L'attività di *investment banking*, fortemente colpita dalla crisi, è limitata; rispetto ad altri paesi vi è stata assai maggior cautela nell'emissione di strumenti complessi e opachi e nell'investimento in prodotti di finanza strutturata, che si è riflessa in livelli di leva finanziaria meno squilibrati.

Secondo i dati di fine giugno 2008, i depositi e le obbligazioni della clientela ordinaria rappresentavano il 56 per cento della raccolta complessiva delle Istituzioni finanziarie e monetarie, contro il 51 per la media dell'area dell'euro. Il peso rilevante della raccolta da clientela, pur a fronte dell'aumento del suo costo medio, ha assicurato la stabilità del passivo; ha consentito alle banche in tutti questi mesi di continuare a fornire sostegno all'economia nazionale.

Nonostante il peggioramento del ciclo economico, la rischiosità del credito bancario alle imprese e alle famiglie italiane rimane nel complesso contenuta. Nei dodici mesi terminanti a giugno l'incidenza delle nuove sofferenze sui prestiti complessivi è stata dello 0,9 per cento: un valore in leggero aumento rispetto alla fine dello scorso anno, ma tuttora basso rispetto ai valori osservati durante la fase ciclica negativa dei primi anni novanta, quando l'indicatore si era collocato attorno al 3 per cento.

Le famiglie italiane sono poco indebitate rispetto a quelle degli altri maggiori paesi avanzati. Nel settore dei mutui, sebbene l'innovazione e l'aumento della concorrenza abbiano consentito di ottenere maggiori risorse finanziarie per accedere alla proprietà della casa, non si sono diffuse, come in altri paesi, pratiche temerarie di concessione del prestito senza un'adeguata considerazione della capacità del prestatore di restituire i fondi.

Anche per le imprese il rapporto tra debiti finanziari e prodotto, seppur in crescita, è inferiore a quello medio degli altri principali paesi. L'incidenza degli oneri finanziari sul valore aggiunto delle imprese resta bassa nel confronto storico.

Il peggioramento congiunturale potrà, sia pure con ritardo, far aumentare l'emersione di sofferenze nei bilanci bancari. Alcuni segnali cominciano a manifestarsi nell'incidenza dei prestiti verso clientela in temporanea difficoltà ("incagli"), che sono lievemente cresciuti in giugno, portandosi all'1,6 per cento dei finanziamenti contro l'1,5 dello scorso dicembre. Per le famiglie l'aumento dei tassi di interesse si è associato nei mesi scorsi a un maggior onere del servizio del debito, che nei dodici mesi terminanti a giugno ha raggiunto l'8,2 per cento del reddito disponibile, un punto in più rispetto a un anno prima.

Alla fine del 2007 il coefficiente di patrimonializzazione (*total capital ratio*) dei cinque principali gruppi bancari era pari al 9,5 per cento, contro un minimo regolamentare dell'8 per cento. Per i primi cinque gruppi bancari italiani il rapporto medio tra il totale dell'attivo e il patrimonio di base (*Tier 1 capital*) è pari a meno di 30, contro il 40 circa per i principali gruppi bancari europei.

Le regole sulla trasparenza delle attività e sul trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni sono fra le più stringenti. Il Parlamento ha tempestivamente attuato le direttive comunitarie rilevanti. La Banca d'Italia ne ha costantemente dato un'interpretazione severa, in particolare in materia di trasferimento del rischio; eventuali benefici in termini di requisiti patrimoniali sono stati accordati solo in presenza di un significativo trasferimento dei rischi sottostanti.

Più in generale, si è evitato di cadere in quella “cattura del regolatore” che molti osservatori rimproverano al sistema di vigilanza americano. Grazie a leggi rigorose e a una ferma azione di vigilanza, da noi non vi è quell’esteso “sistema bancario ombra” in cui altrove la crisi ha trovato origine e alimento.

La liquidità

Fin dall’inizio delle turbolenze è stato evidente il ruolo fondamentale della liquidità nell’assicurare la normale attività bancaria in tempi di tensione. La Banca d’Italia è intervenuta sia a livello sistemico sia a livello individuale. Dal settembre dell’anno scorso abbiamo rafforzato il monitoraggio della liquidità dei principali gruppi bancari, rilevandone settimanalmente la posizione a breve termine, la dotazione di attività liquide e la situazione strutturale. Gli intermediari che presentavano maggiori tensioni di liquidità sono stati sottoposti a un monitoraggio giornaliero. Abbiamo tenuto sotto stretto controllo le soluzioni organizzative adottate dalle banche a presidio del rischio di liquidità nonché le caratteristiche delle attività stanziabili detenute per operazioni di rifinanziamento. Abbiamo allertato tutte le banche sull’esigenza di mantenere una stretta sorveglianza del rischio di liquidità, di condurre prove di stress rigorose, di aggiornare i piani di emergenza. Abbiamo condotto a nostra volta, con riferimento alla situazione contabile del 31 marzo 2008, un esercizio di stress a livello aggregato, che non ha segnalato situazioni critiche in presenza delle massime tensioni che era possibile ipotizzare sulla base dell’esperienza storica.

Le banche hanno compreso l’esigenza di accrescere in modo sostanziale l’attenzione per questo aspetto. La liquidità dei maggiori gruppi è notevolmente cresciuta verso la fine dell’anno scorso ed è stata mantenuta elevata in seguito; i controlli interni sono stati rafforzati.

Se questo non fosse avvenuto, la seconda ondata della crisi, quando le turbolenze si sono riacutizzate portandosi a un livello di gravità senza precedenti, avrebbe potuto avere in brevissimo tempo conseguenze devastanti sul sistema bancario italiano.

La seconda ondata

Il fallimento della Lehman Brothers a metà settembre ha scatenato una crisi di fiducia che si è progressivamente aggravata, coinvolgendo uno dopo l’altro operatori europei e americani di grande dimensione, fino ai drammatici episodi di queste ultime settimane.

L’effetto della crisi Lehman sul sistema bancario italiano è stato quasi esclusivamente indiretto; più diretti sono stati gli effetti sui risparmiatori, sui quali tornerò più avanti. Sulla base di un’apposita segnalazione estesa a tutte le banche a eccezione di quelle di credito cooperativo, l’esposizione del sistema bancario italiano per cassa (crediti e titoli) e in derivati (al netto degli accordi di netting) era pari al 30 settembre 2008 allo 0,7 per cento del patrimonio di vigilanza di fine 2007; anche ipotizzando ingenti perdite, un simile urto può essere assorbito.

Ben maggiore effetto hanno avuto le tensioni inusuali che si sono determinate sui mercati finanziari internazionali, con mercati, ricorrenti cali dei corsi azionari, un forte aumento della volatilità, un’impennata dei premi al rischio.

Nel mese di settembre il valore giornaliero medio dei premi sui CDS per i maggiori gruppi bancari italiani – un indicatore della rischiosità degli intermediari percepita dal mercato – è stato

pari a 87 punti base, un livello significativamente inferiore a quello mediamente registrato dai grandi intermediari europei (141 punti base), a sua volta inferiore a quello dei maggiori intermediari americani (286 punti base). A partire dalla seconda metà del mese, il persistere delle tensioni e l'acuirsi dell'incertezza si sono riflessi in un significativo aumento dei premi sui CDS per tutte le banche a livello internazionale; essi tuttavia in Italia rimanevano in media inferiori a quelli osservati in Europa.

Per i primi tre gruppi bancari italiani gli spread sui CDS raggiungevano circa 130 punti base il 17 settembre, con un aumento di oltre 50 punti base rispetto al 12 settembre. Successivamente, gli spread hanno registrato oscillazioni. La scorsa settimana l'indicatore medio per i primi tre gruppi italiani si collocava al di sotto dell'indice europeo di oltre 20 punti base. Anche le quotazioni azionarie hanno fortemente risentito del clima negativo diffusi dopo il fallimento della banca d'investimento. Rispetto ai livelli dello scorso 12 settembre la flessione registrata in media dal complesso delle banche italiane quotate fino al 16 ottobre è risultata del 28,8 per cento, a fronte di un calo del 30,2 osservato per le banche europee.

Nelle ultime settimane la situazione si aggravava. Il mercato interbancario cessava virtualmente di funzionare, se non per le scadenze *overnight*. Il diffondersi della sfiducia alimentava una spirale negativa sui mercati, dove le quotazioni sembravano aver perduto ogni legame con gli effettivi valori patrimoniali, attuali e prospettici, delle banche. La crisi di alcuni degli operatori europei più esposti ha creato un rischio imminente di contagio.

Le misure adottate in Italia

Rassicurare i risparmiatori, riattivare il mercato della liquidità, predisporre gli strumenti per le misure di ricapitalizzazione che si rendessero necessarie sono gli obiettivi delle misure di emergenza adottate negli ultimi giorni dal Governo e, nell'ambito delle proprie responsabilità, dalla Banca d'Italia. Il Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria si è riunito più volte per consentire alle autorità italiane di scambiarsi informazioni e coordinare l'azione.

La risposta è comune in Europa: i provvedimenti decisi inizialmente in modo indipendente a livello nazionale si vanno rapidamente riconducendo a uno schema coerente. Anche sulla spinta dell'iniziativa dei quattro maggiori paesi, l'Eurogruppo ha dato indicazioni precise e fornito criteri uniformi. Il coordinamento è particolarmente stretto nell'ambito dell'Eurosistema. La coerenza delle iniziative all'interno dell'area dell'euro è fondamentale per preservare il mercato monetario unico.

In queste ore si vanno predisponendo i provvedimenti attuativi dei due decreti legge recentemente approvati. La Banca d'Italia presta, nell'ambito delle proprie competenze, tutta la propria collaborazione tecnica al Governo.

Per i depositanti delle banche, già protetti dal sistema interbancario di garanzia dei depositi, è stata prevista l'ulteriore tutela della garanzia aggiuntiva dello Stato. Il Governo ha più volte ribadito il proprio chiaro impegno: nessun depositante perderà nulla.

Il problema che è più urgente risolvere riguarda la liquidità, in particolare il riavvio del mercato interbancario. Il decreto legge 157 consente al Tesoro di fornire garanzie delle emissioni bancarie e di adottare altre provvidenze per agevolare la ripresa dei mercati. La Banca d'Italia ha già attivato

uno sportello che agevola le banche nell'ottenere la disponibilità di titoli utilizzabili per il rifinanziamento presso il Sistema europeo di banche centrali. L'Eurosistema ha rafforzato ancora i propri interventi, fornendo liquidità alle banche senza limiti quantitativi.

Il congelamento della liquidità costituisce oggi in Europa e in Italia il principale rischio di trasmissione delle turbolenze finanziarie all'economia reale. La pronta azione delle autorità sulla liquidità è essenziale: per questo motivo le misure appena adottate a livello nazionale ed europeo sono fondamentali.

Nonostante l'ulteriore caduta dei corsi azionari e dei prezzi dei titoli, la capitalizzazione delle maggiori banche italiane rimane sufficiente. Si è anche dimostrato che, quando è necessario, gli azionisti dei maggiori istituti e altri investitori sono pronti a investire ingenti quantità di capitali freschi; hanno fiducia nella solidità e nelle prospettive delle nostre banche.

Famiglie e imprese

Le ripercussioni della crisi vanno ben al di là del sistema bancario. Famiglie e imprese sono colpite sia direttamente, per la perdita di valore dei titoli Lehman che esse detengono, sia indirettamente, a causa delle prospettive di una restrizione del credito conseguente alle tensioni finanziarie del momento.

Titoli della Lehman Brothers in possesso delle famiglie

L'esposizione dei risparmiatori al rischio Lehman assume varie forme: acquisto diretto di titoli; acquisto di prodotti del risparmio gestito (fondi comuni, gestioni patrimoniali) che includono tali titoli; sottoscrizione di polizze di assicurazione collegate all'andamento di strumenti finanziari che fanno riferimento al gruppo. Secondo la rilevazione avviata dalla Banca d'Italia presso il sistema bancario italiano (ad esclusione delle banche di credito cooperativo) nei giorni successivi al fallimento della Lehman, alla fine di settembre il valore dei titoli Lehman delle famiglie depositati in custodia presso le banche era pari a circa 1,5 miliardi; aggiungendo i titoli in gestione patrimoniale e quelli nel portafoglio dei fondi comuni, l'ammontare sale a circa 2,0 miliardi. A questi si aggiungono ulteriori strumenti finanziari che espongono l'investitore all'insolvenza di Lehman, sui quali hanno riferito o riferiranno a questa Commissione altre autorità.

La tutela dei risparmiatori e l'azione della Banca d'Italia

Un fallimento di grandi proporzioni mette a dura prova il funzionamento dell'apparato istituzionale dedicato alla tutela dei risparmiatori. Il rischio di default è insito nel titolo obbligazionario; nessuna attività finanziaria è priva di rischio. È tuttavia essenziale che gli intermediari che offrono prodotti finanziari ai risparmiatori si comportino con la massima correttezza; chiariscano la natura e l'entità dei rischi da assumere; prestino, in caso di eventi traumatici, tutta l'assistenza e il sostegno che la legge e la loro stessa reputazione richiedono.

L'ordinamento ripartisce i compiti di tutela fra più autorità. Nel rispetto dei ruoli di ciascuno, la collaborazione è stretta, per assicurare il massimo della protezione ai risparmiatori colpiti dai

recenti episodi, anche attraverso le iniziative di cooperazione che si possono rendere necessarie per fornire risposte efficaci e coordinate.

La commercializzazione di prodotti con funzione di investimento, in qualunque forma e da chiunque effettuata, banche incluse, è assoggettata ai controlli della Consob, nei limiti delle direttive comunitarie. L'offerta al pubblico di prodotti finanziari è, in ogni caso, soggetta all'obbligo di pubblicare un prospetto informativo. Costituiscono prodotti finanziari, oltre agli strumenti finanziari (es. azioni, quote di OICR, obbligazioni, contratti derivati, certificati di deposito), anche le altre forme di investimento di natura finanziaria.

Al fine di agevolare la composizione di possibili controversie fra intermediari e clientela sono in corso di attivazione, in una apposita struttura presso la Consob, procedure di conciliazione ed arbitrato previste dalla legge sul risparmio.

Alla Banca d'Italia spetta innanzitutto la vigilanza sulla sana e prudente gestione degli intermediari ai fini della stabilità del sistema finanziario, primo baluardo a tutela dei risparmiatori, in particolare dei depositanti. Le spettano inoltre poteri di regolamentazione e controllo sulla trasparenza e correttezza delle attività relative ai depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.

Questi poteri non hanno rilievo diretto con riferimento al caso Lehman. Il gruppo non operava in Italia presso il pubblico con attività bancarie tradizionali.

L'attività della Banca d'Italia è stata significativamente riorientata verso il rafforzamento della tutela della clientela bancaria e verso l'obiettivo di sostenere la fiducia nei confronti del sistema bancario. All'interno della vigilanza è stata istituita un'apposita unità. Si sono obbligate le banche a dotarsi di una funzione di *compliance*, incaricata di verificare il puntuale rispetto della regolamentazione dell'attività, in particolare quella che tutela la clientela. Si è richiamata l'attenzione delle banche sull'importanza delle relazioni con la clientela, richiedendo che le filiali tengano adeguati standard di comportamento e che gli uffici prestino la necessaria attenzione ai clienti, anche in caso di contestazioni di modesto valore. Abbiamo messo in cantiere un nuovo, robusto sistema per la risoluzione stragiudiziale delle controversie, come previsto dal Testo unico bancario; il CICR ha già approvato a luglio l'iniziativa; alla fine dell'anno pubblicheremo per la consultazione una bozza di disposizioni attuative. All'inizio del 2009 proporremo alla consultazione anche una riforma delle norme sulla trasparenza, con l'obiettivo di renderne la tutela più semplice e più efficace. Abbiamo reso più incisive le ispezioni sulla trasparenza e correttezza; intensificato gli interventi che seguono gli esposti con cui la clientela si rivolge a noi quando ritiene di aver subito trattamenti scorretti da parte delle banche.

Il rafforzamento delle regole e dei controlli realizzato negli ultimi anni, l'azione di persuasione delle autorità, la sempre maggiore consapevolezza maturata dallo stesso sistema bancario e finanziario dell'importanza centrale di assicurare un'adeguata considerazione delle ragioni della clientela devono far sì che il difficile passaggio di questi giorni e mesi sia gestito nel modo più corretto e trasparente possibile.

Che avverrà dei titoli Lehman in possesso dei risparmiatori?

Una stima precisa del valore di recupero dei titoli Lehman per i risparmiatori è prematura a questo stadio, per l'incertezza sul valore delle attività che costituiscono il patrimonio del gruppo. Il caso di Lehman è reso particolarmente complesso dall'articolata struttura internazionale del gruppo. Lascio alla Commissione un promemoria (Appendice 3) che ricostruisce, per quanto possibile al momento, la mappa delle società del gruppo Lehman a cui possono essere riconducibili le emissioni nel portafoglio dei risparmiatori italiani e fornisce alcune prime indicazioni circa le modalità con cui, a seconda dei casi, gli investitori potranno far valere i propri diritti. Le procedure e potenzialmente la stessa entità del rimborso differiscono a seconda del soggetto giuridico emittente e di altre condizioni; cambiano a seconda della forma dell'investimento (possesso diretto di titoli, gestioni patrimoniali individuali o collettive, polizze assicurative); poiché le società interessate non sono residenti in Italia, sono sottoposte a norme di ordinamenti diversi da quello italiano.

Non è possibile chiedere ai singoli risparmiatori di orientarsi in questo intreccio. Gli intermediari (banche, fondi, altre società) che hanno promosso il collocamento dei titoli o che ne curano la custodia non devono lasciarli soli. Devono assistere prontamente ed efficacemente i risparmiatori, ciascuno per le proprie responsabilità, ed essere pronti a compiere nel loro interesse tutte le azioni necessarie a tutelarne i diritti.

Assistenza adeguata, informazioni chiare, aperte e complete sono essenziali. Lo richiedono norme di legge, doveri fiduciari, tutela del buon nome. Abbiamo sollecitato gli intermediari in questo senso.

È urgente che le banche e gli altri intermediari interessati aprano un colloquio con i propri risparmiatori, anche in forma associata, per trovare di comune accordo le forme più efficaci di tutela. La Banca d'Italia – nel rispetto delle competenze delle altre autorità e di ogni norma rilevante, soprattutto in materia di concorrenza – è a disposizione per agevolare un confronto tra intermediari finanziari e risparmiatori, per tenere informati il Parlamento e il Governo sull'evoluzione della liquidazione Lehman.

3. Le prospettive

Le prospettive di crescita dell'economia mondiale a breve termine si sono fortemente deteriorate; vengono riviste al ribasso le previsioni dei principali organismi internazionali e degli analisti privati. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Giappone l'indebolimento della congiuntura è netto; nell'area dell'euro il rallentamento della prima metà dell'anno si è accentuato; secondo il FMI la crescita mondiale nel 2009 sarà dovuta interamente ai paesi emergenti, che tuttavia risentiranno anch'essi della crisi.

L'Italia non fa eccezione a questo quadro generale. Gli effetti della crisi si sommano a debolezze strutturali preesistenti. Dopo il calo del PIL nel secondo trimestre i più recenti indicatori confermano segnali negativi per i prossimi trimestri. Calano i consumi delle famiglie, sotto il peso

dell'erosione del reddito disponibile a causa dell'inflazione e dell'aumento del servizio del debito. Le inchieste congiunturali rilevano pessimismo tra imprese e famiglie.

Sebbene le banche stiano segnalando – secondo le indagini qualitative dell'Eurosistema – una progressiva restrizione nelle condizioni di offerta del credito fin dalla seconda metà del 2007, fino ad oggi il credito erogato dal sistema bancario italiano alle imprese e alle famiglie, pur decelerando, ha di fatto continuato a crescere a ritmi piuttosto sostenuti. La situazione, tuttavia, può cambiare in fretta. Il protrarsi delle tensioni di liquidità e l'aumento del costo della raccolta rischiano di costringere le banche a un rapido *deleveraging*, che potrebbe comportare una contrazione del credito.

La possibilità che l'inasprimento delle condizioni creditizie per famiglie e imprese e il deterioramento del ciclo economico si rafforzino a vicenda in una spirale negativa rimane il rischio principale per l'economia mondiale. Si deve agire su due fronti.

Nel breve termine, è urgente ripristinare il clima di fiducia di cittadini e mercati. Le misure di emergenza adottate per proteggere i depositanti, normalizzare le condizioni di liquidità sui mercati e ricapitalizzare, all'occorrenza, il sistema bancario pongono le basi per un'azione efficace; l'attenzione non deve allentarsi.

In prospettiva occorrono, a livello internazionale, nuove regole per porre su basi più solide l'industria dei servizi finanziari. La risposta strutturale è stata avviata, per incarico del G7, dal *Financial Stability Forum* (FSF). Il nuovo sistema finanziario dovrà avere più capitale, meno debito e più regole. Il piano prevede azioni concrete per rinforzare le condizioni patrimoniali, la gestione della liquidità e dei rischi, migliorare la trasparenza e le pratiche di valutazione, cambiare il ruolo delle agenzie di rating, potenziare le risposte delle autorità per il contrasto alle situazioni di instabilità finanziaria.

Progressi significativi nell'attuazione di queste riforme sono già in atto. Essi includono la proposizione da parte delle autorità di vigilanza di nuovi requisiti patrimoniali per le esposizioni creditizie nei portafogli di negoziazione delle banche e delle società di intermediazione mobiliare, nuove linee guida del Comitato di Basilea sulla gestione del rischio di liquidità, importanti modifiche ai requisiti rivolti alle agenzie di rating per migliorare la qualità dei rating. Le maggiori banche hanno già applicato le raccomandazioni del FSF mirate ad assicurare informazioni più esaurienti sulle proprie esposizioni al rischio e sui processi di valutazione dei titoli più problematici.

In prospettiva va messo in cantiere un nuovo accordo internazionale sulla normativa prudenziale, che riveda, dove necessario anche profondamente, i meccanismi del Secondo accordo di Basilea. La crisi ci insegna che è essenziale rafforzare la normativa prudenziale per le banche, irrobustendo i presidi patrimoniali, la gestione dei rischi e allargando il perimetro delle attività e istituzioni sottoposte a sorveglianza. Vanno inoltre introdotti correttivi sostanziali per attenuare la tendenza alla prociclicità del sistema finanziario, che è fonte di instabilità finanziaria.

L'esperienza della crisi ha confermato che i prodotti derivati, in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento del rischio, sono armi a doppio taglio. Se usati in modo accorto e prudente permettono agli operatori di coprire e diversificare il rischio e possono contribuire a ridurre la fragilità del sistema; se adoperati senza adeguata considerazione dei rischi consentono una moltiplicazione senza controllo della leva finanziaria. Al tempo stesso la proliferazione di strumenti complessi ha reso la distribuzione del rischio più opaca per il mercato, per i regolatori, per gli stessi

operatori. Facilità di trasferire il rischio, alta leva e scarsa trasparenza hanno prodotto il risultato paradossale che la concentrazione del rischio nel sistema finanziario mondiale si è accresciuta, anziché ridursi.

È urgente intervenire. La trasparenza richiede una drastica semplificazione e standardizzazione dei contratti; strumenti non standard sono, per natura, difficili da valutare. Deve essere contenuto con appropriate regole il grado di leva finanziaria. Per assicurare corretti incentivi, almeno nel caso dei derivati di credito una parte del rischio deve restare, in modo esplicito, a carico dell'*originator*. Infine, quando gli strumenti vengono offerti al pubblico, deve essere rafforzata la protezione del contraente debole.

Infine, è maturo un ripensamento profondo dell'apparato istituzionale a livello internazionale. Il sistema finanziario è globale. L'integrazione dei mercati internazionali va preservata perché è stata e sarà un fattore fondamentale di sviluppo. È necessario adeguare le istituzioni al nuovo contesto affinché l'arena finanziaria internazionale non sia "terra di nessuno", affinché vi sia la possibilità di intervenire con tempestività e in modo coordinato all'emergere di situazioni di crisi.

Il mercato finanziario italiano, le banche italiane sono parte del sistema finanziario mondiale; ma di esso hanno condiviso solo in minima parte errori e distorsioni. Da noi non c'è un sistema bancario ombra. La Banca d'Italia ha interpretato in modo fermo il proprio mandato, operando perché gli errori commessi in altri sistemi non si verificassero in Italia.

APPENDICI E GRAFICI

Appendice 1. Le recenti operazioni di liquidità delle banche centrali in risposta alla crisi

Nel corso delle ultime settimane, in un quadro di significativo deterioramento delle condizioni di liquidità dei principali sistemi bancari, diverse misure sono state adottate dall'Eurosistema, dalla Federal Reserve e dalle maggiori Banche centrali per sostenere il fabbisogno di liquidità del sistema bancario. Esse includono modifiche all'assetto operativo di politica monetaria volte a rendere più favorevoli le condizioni di accesso al rifinanziamento per il sistema bancario, incrementando gli importi in aggiudicazione nelle operazioni di mercato aperto, riducendo la penalizzazione per l'accesso al credito di ultima istanza e ampliando il novero delle garanzie utilizzabili.

Di seguito vengono riassunti i principali provvedimenti adottati dall'Eurosistema e dalla Federal Reserve.

Le misure adottate dall'Eurosistema

A partire dalla metà di settembre nell'area dell'euro le disfunzioni del mercato monetario sono diventate particolarmente gravi. L'Eurosistema è intervenuto attraverso significative iniezioni di liquidità a varie scadenze, sia in euro sia in dollari. In assenza di scambi di fondi interbancari, si è registrato un ricorso crescente ai depositi *overnight* presso la Banca centrale e al rifinanziamento marginale.

Il rifinanziamento in euro. Nelle operazioni ad una settimana, in seguito al significativo innalzamento dei tassi d'interesse risultanti in aggiudicazione, sono stati progressivamente accresciuti gli importi assegnati in asta. Tali livelli sono oggi ben al di sopra della misura necessaria per l'assolvimento dell'obbligo di riserva, in precedenza utilizzata come riferimento per la determinazione dei volumi in aggiudicazione in asta.

È stato accresciuto anche l'importo delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, per effetto sia di una nuova operazione supplementare a 38 giorni, di importo pari a 120 miliardi, sia del raddoppiamento, a 50 miliardi, dell'importo delle operazioni con scadenza a 6 mesi.

Il rifinanziamento totale in euro dell'Eurosistema, che prima del 15 settembre era complessivamente pari a 476 miliardi (di cui 300 a più lunga scadenza), è passato a 739 miliardi (di cui 447 con scadenza superiore a una settimana).

Il rifinanziamento in dollari. Le crescenti difficoltà nell'approvvigionamento in dollari da parte delle banche europee hanno indotto l'Eurosistema ad ampliare gli importi e le scadenze del rifinanziamento in dollari. Dopo l'introduzione, l'11 agosto, di operazioni con scadenza a 84 giorni, affiancate a quelle a 28 giorni già da tempo utilizzate, a partire dal 18 settembre sono stati avviati interventi con scadenza *overnight* per importi, aggiudicati nell'area dell'euro, fino a 70 miliardi di dollari ad operazione.

A causa delle perduranti tensioni sul mercato monetario, la BCE ha infine annunciato che nel quadro di un accordo con la FED e le Banche centrali del Regno Unito, Giappone e Svizzera in occasione del rinnovo delle prossime aste, l'aggiudicazione avverrà a tasso fisso e predeterminato, allo scopo di evitare fenomeni di eccessiva dispersione delle domande in asta, con conseguente aumento dell'incertezza associata alla partecipazione a tali operazioni; inoltre, ad ogni asta verrà aggiudicato l'intero importo richiesto. Vengono infine effettuate, a partire dal 15 ottobre scorso, aste di durata e cadenza settimanali, che vanno a sostituire quelle *overnight*. I tassi di aggiudicazione sono predeterminati. Tali interventi si accompagnano ad un'estensione della linea di *swap* in dollari che la Fed ha reso disponibile all'Eurosistema.

Le modifiche nell'assetto operativo della politica monetaria. Con due successivi provvedimenti, adottati l'8 ottobre e il 15 ottobre, la BCE ha annunciato una serie di importanti modifiche alle modalità di conduzione delle operazioni di politica monetaria. In particolare, è stato disposto il restringimento a 100 punti base, simmetrico attorno al tasso di riferimento dell'Eurosistema, del corridoio di politica monetaria. In questo modo si è reso relativamente meno oneroso per le controparti l'accesso al rifinanziamento marginale (4,25%) e al deposito overnight (3,25%). Inoltre, è stato annunciato che tutte le operazioni verranno condotte mediante asta a tasso fisso pari al tasso ufficiale dell'Eurosistema e con aggiudicazione integrale dell'importo richiesto. Sono state inoltre annunciate per i prossimi mesi, a partire da novembre, quattro ulteriori operazioni a 6 mesi, una nuova operazione a tre mesi e il rinnovo di quella ad un mese.

È stata estesa la tipologia di garanzie utilizzabili nelle operazioni di politica monetaria, che ora includono emissioni, effettuate nell'area dell'euro, denominate in dollari, sterline e yen. Verranno inoltre accettati prestiti bancari emessi sotto il regime della legislazione inglese.

È stata ridotta a BBB- la soglia minima di rating per l'ammissione del collateral alle operazioni della banca centrale; tale provvedimento non si applica alle ABS. Anche i depositi a scadenza fissa presso l'Eurosistema potranno essere stanziati a garanzia delle operazioni di rifinanziamento.

Saranno avviate operazioni di swap in valuta di durata settimanale che prevedono la cessione di dollari e franchi svizzeri a fronte di euro.

Infine, allo scopo di estendere la partecipazione alle operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) e quindi facilitare l'accesso alla liquidità anche delle controparti minori, dal 6 ottobre a queste operazioni possono partecipare tutte le controparti nelle operazioni di politica monetaria, e non solo un ristretto sottoinsieme, come è stato finora.

Tale assetto, come riportano i comunicati della BCE, verrà mantenuto per tutto il tempo necessario, e comunque almeno fino al 20 gennaio 2009, giorno di chiusura del periodo di mantenimento a cavallo della fine dell'anno. Le misure relative al collateral resteranno in vigore fino a tutto il 2009.

Le misure dalla FED

A partire dal mese di settembre la Fed ha operato una serie di modifiche all'assetto operativo di politica monetaria che sono andate ad integrare quelle disposte nei mesi precedenti. In particolare, le innovazioni contemplano in primo luogo l'estensione delle garanzie utilizzabili per la Primary Discount Credit Facility. Tale strumento, attivato nella primavera del 2008, consente alle controparti di mercato aperto l'accesso ai fondi della banca centrale su base bilaterale ad un tasso fisso, pari a 25 punti base al di sopra del tasso obiettivo di politica monetaria.

Parallelamente, è stata disposta l'attivazione di un programma di emissione in asta di opzioni il cui esercizio consente l'accesso al programma di *security swap*, già in funzione dai primi mesi del 2008, denominato TSLF (*Term Securities Lending Facility*)¹. Il programma di emissione di opzioni ha lo scopo di consentire alle controparti di ottenere *collateral* a fronte di attività non liquide in particolari momenti di tensione, segnatamente in occasione delle scadenze di fine trimestre.

Nell'ambito della politica di estensione delle garanzie, il 7 ottobre la Fed ha annunciato l'avvio di un programma denominato *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Quest'ultimo prevede l'acquisto da parte della Fed, per il tramite di un veicolo appositamente autorizzato, di *commercial paper* statunitensi (incluse le *Asset Backed Commercial Paper*) con elevato *rating* e entro un importo massimo per singolo emittente. La Fed finanzia il veicolo al tasso obiettivo sui *Fed funds* per consentire l'acquisto dei titoli. La finestra temporale per la presentazione al rifinanziamento delle CP è fino al 30 aprile 2009.

¹ Tale programma include anche titoli obbligazionari con *rating investment grade* e cartolarizzazioni di mutui. Una misura analoga è stata peraltro adottata nel Regno Unito dalla Bank of England sempre nella prima metà del 2008.

Appendice 2: Iniziative di stabilizzazione del sistema finanziario nei principali paesi

AMBITO G7

La riunione dei Ministri delle Finanze e dei Governatori dei Paesi G7 del 10.10.2008

Il 10.10.2008 i Ministri delle finanze e i Governatori dei Paesi G7 hanno approvato un "Piano d'azione" che delinea una strategia per stabilizzare i mercati finanziari e riattivare i flussi creditizi al fine di sostenere la crescita economica globale. Viene stabilito l'impegno a:

- 1) intraprendere le azioni necessarie e utilizzare tutti gli strumenti disponibili per sostenere le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica e prevenirne il fallimento;
- 2) intraprendere tutti i passi necessari per consentire la ripresa del funzionamento dei mercati monetari e del credito e assicurare che le banche e le altre istituzioni finanziarie abbiano ampio accesso alla liquidità e ai finanziamenti;
- 3) assicurare che le banche e gli altri principali intermediari finanziari possano raccogliere capitali sia da fonti private che pubbliche in un ammontare sufficiente a ristabilire la fiducia e a consentire la continuazione dell'attività di finanziamento alle famiglie e alle imprese;
- 4) assicurare che gli schemi nazionali di garanzia dei depositi siano robusti e coerenti in modo che i depositanti al dettaglio continuino ad avere fiducia nella sicurezza dei loro depositi;
- 5) adottare azioni, ove appropriato, per ristabilire il funzionamento dei mercati secondari dei mutui e di altre attività cartolarizzate. Valutazioni accurate, la trasparenza delle attività e l'applicazione coerente di standard contabili di alta qualità sono necessarie.

Gli interventi dovrebbero essere disegnati in modo da proteggere i contribuenti e evitare effetti potenzialmente dannosi sugli altri Paesi.

STATI UNITI

A) L'Emergency Economic Stabilization Act

Il 3.10.2008 il Congresso ha approvato l'*Emergency Economic Stabilization Act* (EESA) sviluppato dal Ministro del Tesoro H. Paulson al fine di ristabilire la liquidità e la stabilità del sistema finanziario statunitense. Il c.d. "Piano Paulson" destina US \$ 700 miliardi per finanziare l'acquisto da parte del Governo dei titoli illiquidi legati all'andamento dei mutui delle istituzioni finanziarie nell'ambito del cd. *Troubled Assets Relief Program* (TARP) e include anche misure di sostegno delle famiglie in difficoltà finanziarie per la crisi del mercato immobiliare, oltre che una previsione che eleva temporaneamente a US \$ 250 mila (dagli originari \$ 100 mila) il limite massimo del rimborso della FDIC per i depositanti in caso di *default*².

Il 14.10.2008, anche in relazione alle linee di azione concordate in ambito G7, il Tesoro, la *Federal Reserve* e la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) hanno annunciato congiuntamente una strategia di interventi articolati su tre direttrici principali.

- 1) A valere sulla dotazione finanziaria del Piano Paulson vengono rese disponibili risorse per un ammontare complessivo massimo di 250 miliardi di dollari per un programma di investimento diretto nel capitale di un ampio insieme di istituzioni finanziarie che ne facciano richiesta entro il 14

² La misura, il cui termine è previsto per il 31.12.2009, potrà se necessario essere finanziata dal Tesoro e non comporta un aumento dei premi richiesti alle banche.

novembre 2008, dopo l'approvazione da parte del Tesoro sentite le competenti autorità di vigilanza. I fondi verranno utilizzati per acquistare "senior preferred shares" senza diritto di voto; l'investimento nei titoli "preferred" renderà il 5% all'anno per i primi cinque anni, il 9% successivamente³. L'ammontare disponibile per l'investimento per ciascuna istituzione sarà non inferiore all'1% del totale delle attività ponderate per il rischio e non superiore al 3% delle stesse e comunque non superiore a 25 miliardi. Assieme all'acquisto delle *senior preferred shares* il Tesoro riceverà *warrants* per acquistare azioni ordinarie ad un prezzo di mercato complessivamente pari al 15 per cento dell'investimento in *senior preferred shares*⁴. E' stato annunciato che nove grandi istituzioni finanziarie parteciperanno all'iniziativa per un investimento di fondi pari a 125 miliardi di dollari⁵. Le banche che aderiranno dovranno rispettare gli standard del Tesoro sui compensi degli *executives* e sulla corporate governance.

2) E' stata approvata l'estensione della garanzia fornita dalla FDIC alle nuove emissioni di banche e *bank holding companies* di *senior unsecured debt* effettuate entro il 30 giugno 2009, per i successivi tre anni⁶; l'assicurazione dei depositi viene inoltre estesa ai conti che non producono interesse fino al 31.12.2009⁷.

3) La Fed ha annunciato l'acquisto diretto di *commercial paper* da emittenti di elevato standing (cfr. app.ce 1).

B) L'acquisizione di Bear Stearns da parte di JP Morgan Chase

Il 17.3.2008 la banca JP Morgan Chase, d'intesa con la Fed e il Tesoro americano, ha presentato un'offerta per acquistare Bear Stearns al prezzo di \$ 2 per azione, per un prezzo complessivo di \$ 236 milioni. Il 24.3.2008 l'offerta è stata portata a US \$ 1,1 miliardi, pari a US \$ 10 per azione. L'operazione è stata completata il 30.5.2008 a tale ultimo prezzo.

La Fed, in aggiunta al finanziamento erogato attraverso la Discount Window, ha accordato a JP Morgan Chase un prestito (*non-recourse loan*) di \$ 29 miliardi garantito da 30 miliardi di titoli rappresentativi di mutui (*mortgage-backed securities*) e altri strumenti finanziari complessi. Secondo l'accordo, JP Morgan Chase coprirà le eventuali perdite solo fino a 1 miliardo di dollari.

C) Le operazioni riguardanti le GSEs (Government Sponsored Enterprises) - Fannie Mae e Freddie Mac

Il piano riguardante le GSEs, annunciato dal Ministro del Tesoro Paulson il 7.9.2008, mira a garantire la liquidità del mercato dei mutui e si articola in una serie di interventi, segnatamente:

– **Conservatorship delle GSEs:** le GSEs sono state sottoposte alla procedura di *conservatorship* (una sorta di amministrazione controllata) da parte della *Federal Housing Finance Agency*. La procedura prevede che i poteri degli azionisti siano sospesi e che siano esercitati dal *Conservator* delle GSEs.

³ Le azioni sono redimibili "at par" dopo tre anni e, nei primi tre anni, possono essere riacquistate con i proventi derivanti da un'offerta speciale di azioni ordinarie o di "perpetual preferred stock"; il Tesoro può inoltre trasferire in ogni momento le azioni in suo possesso a una terza parte.

⁴ Il prezzo di esercizio dei warrants sarà dato dal prezzo di mercato delle azioni ordinarie dell'istituzione al momento dell'emissione, calcolato in base alla media delle quotazioni nei 20 giorni precedenti.

⁵ Bank of America, Wells Fargo, Citigroup, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, State Street.

⁶ Il debito protetto non può eccedere il 125% di quello in essere al 30.9.2008 e in scadenza prima del 30.6.2009.

⁷ La commissione per la garanzia sulle nuove emissioni, dopo un periodo di grazia di 30 giorni, sarà pari all'ammontare di debito emesso moltiplicato per 75 p.b.; per la protezione accordata ai depositi non remunerati eccedenti il limite di \$ 250 mila verrà applicata una maggiorazione di 10 p.b. sul premio assicurativo pagato dalla banca su tali depositi.

– **Preferred Stock Purchase Agreement:** Il Tesoro ha concluso un accordo con le GSEs, in base al quale garantisce che le stesse mantengano un valore patrimoniale netto positivo.

Sono stati stanziati US \$ 100 miliardi per ciascuna delle GSEs utilizzabili per la ricapitalizzazione dei due istituti nel caso in cui il loro patrimonio netto divenga negativo. Come contropartita, il Tesoro riceve US \$ 1 miliardo di *Senior Preferred Stock*, con dividendo annuale pari al 10 per cento e *warrants* per l'acquisto del 79,9 per cento del capitale delle GSEs.

– **GSEs Credit Facility:** Il Tesoro ha accordato alle GSEs e al sistema delle *Federal Home Loan Banks* linee di credito a breve termine (massimo un mese), garantite da MBS emesse da tali soggetti. Il tasso sarebbe pari al Libor +50 b.p. La misura dovrebbe aver termine il 31.12.2009.

– **GSEs Mortgage Backed Securities Purchase Program:** per stabilizzare il mercato dei mutui, il Tesoro ha annunciato un piano di acquisti sul mercato di MBS emesse dalle GSEs. L'entità degli acquisti non è stata precisata: essa dipenderà dalle condizioni dei mercati finanziari e immobiliare. La misura dovrebbe aver termine il 31.12.2009.

D) Il Fondo privato delle banche per sostenere l'ordinata risoluzione dell'esposizione per derivati tra Lehman Brothers e le sue controparti

Il 14.9.2008, in concomitanza con la manifestazione pubblica delle difficoltà di *Lehman Brothers*, 10 primarie banche (*Bank of America, Barclays, Citibank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley e UBS*) hanno costituito un fondo privato al fine di aumentare la liquidità, di attenuare la volatilità e di sostenere le difficoltà dei mercati finanziari internazionali. Nella circostanza esse si sono impegnate a lavorare insieme per facilitare l'ordinata risoluzione dell'esposizione per derivati tra *Lehman Brothers* e le sue controparti.

In particolare le 10 banche si sono impegnate a:

- massimizzare la liquidità del mercato attraverso l'impegno reciproco a continuare le relazioni commerciali;

- costituire una linea di credito assistita da garanzie in cui avrebbero versato US \$ 7 miliardi ciascuna per un ammontare complessivo di US \$ 70 miliardi utilizzabile dalle stesse partecipanti per acquisire liquidità fino a un terzo dell'importo complessivo. L'ammontare del fondo potrebbe aumentare a seguito dell'incremento del numero di banche partecipanti.

E) L'acquisizione di Merrill Lynch da parte di Bank of America

Il 14.9.2008 Bank of America (Bofa) si è impegnata ad acquistare Merrill Lynch per US \$ 50 miliardi con un'offerta in azioni (0,8595 azioni Bofa per 1 Merrill) al valore di scambio di US \$ 29 per azione. L'accordo prevede che tre amministratori di Merrill entrino nel consiglio della banca acquirente. L'operazione dovrebbe essere ultimata nel primo trimestre 2009.

F) L'operazione riguardante American International Group (AIG)

Il 16.9.2008 la Fed ha annunciato di avere autorizzato un prestito di US \$ 85 miliardi al gruppo assicurativo AIG, per permettere a quest'ultimo di vendere in modo ordinato una serie di attività. Il prestito è stato successivamente incrementato a \$ 122,8 miliardi.

Il prestito ha durata biennale e un tasso pari al Libor a 3 mesi + 850 punti base. A garanzia del prestito, la Fed ha ricevuto tutte le attività di AIG e delle principali controllate. Il governo USA ha acquisito diritti di proprietà corrispondenti all'80% del capitale e la facoltà, tra l'altro, di bloccare i pagamenti di dividendi.

G) Il Guaranty Program for Money Market Funds

Il 19.9.2008 il Tesoro ha annunciato l'introduzione di una specifica misura di garanzia per i fondi del mercato monetario⁸. L'introduzione della garanzia è stata determinata dal timore che una flessione dei corsi di tali fondi potesse ingenerare massicci flussi di richieste di riscatto da parte degli investitori, con ricadute negative sulla liquidità del mercato monetario.

La misura prevede che i sottoscrittori, *retail* e istituzionali, dei fondi del mercato monetario siano garantiti da un fondo federale per il caso in cui il NAV di tali fondi scenda sotto la parità (“*standard \$1 net asset value*”).

La misura, che ha la durata di un anno e garantisce gli investimenti effettuati prima del 19.9.2008, è finanziata attraverso l'utilizzo di US \$ 50 miliardi delle attività dell'*Exchange Stabilisation Fund*⁹.

In connessione con la garanzia offerta dal Tesoro e per ridurre le tensioni di liquidità dei fondi del mercato monetario, la Fed ha introdotto una *special lending facility* (che terminerà il 30.1.2009) volta a facilitare l'acquisto, al costo ammortizzato, da parte delle banche di *asset-backed commercial paper* (ABCP) di elevata qualità detenute dai fondi del mercato monetario. Gli ABCP acquistati dai fondi verranno utilizzati dalle banche a garanzia dei prestiti ottenuti dalla Fed.

Per facilitare l'acquisto di ABCP da parte delle banche la Fed ha: i) modificato temporaneamente le regole prudenziali, per cui gli ABCP acquistati nell'ambito di questo programma verrebbero ponderati allo 0% e non verrebbero presi in considerazione per il calcolo del totale attivo medio consolidato (che rappresenta il denominatore del *leverage ratio*); ii) rimosso i vincoli per le banche all'acquisto di ABCP da soggetti collegati.

H) L'acquisizione di Washington Mutual (WAMU) da parte di JP Morgan Chase

Il 25.9.2008 *Washington Mutual* (WAMU), banca statunitense specializzata nel credito fondiario, è stata posta in *receivership* in seguito alle perdite connesse ai mutui ipotecari (circa US \$ 19 miliardi). La FDIC, nominata curatore fallimentare della banca, ha raggiunto un accordo di vendita pari a US \$ 1,9 miliardi con JP Morgan Chase, che ha rilevato i depositi, le attività bancarie e parte delle altre passività di WAMU. Dalla transazione sono rimaste fuori le pretese degli azionisti, degli obbligazionisti e di altri *senior debt holders* non assicurati che sono rimasti in carico alla holding *Washington Mutual, Inc.*, che il 26.9.2008 ha chiesto al Tribunale del Delaware la liquidazione volontaria ex Chapter 11 della legislazione fallimentare americana.

I) L'acquisizione di Wachovia da parte di Wells Fargo

Il 29.9.2008 Wachovia ha avviato con il sostegno della FDIC ed il concorso della Fed e del Tesoro una trattativa di vendita a Citigroup, che ha offerto US \$ 2,2 miliardi. Citigroup si sarebbe fatta carico di US \$ 42 miliardi di perdite su US \$ 312 miliardi di impieghi e la FDIC avrebbe sostenuto le residue perdite su crediti. Citigroup avrebbe conferito alla FDIC US \$ 12 miliardi in azioni privilegiate e *warrants* per compensarla del rischio assunto.

La successiva presentazione di un'offerta d'acquisto più favorevole (US \$ 15 miliardi) da parte di Wells Fargo, che non avrebbe comportato lo smembramento delle diverse attività della banca e non

⁸ I fondi del mercato monetario sono organismi che investono a breve termine in titoli governativi, certificati di deposito, ABCP (*asset-backed commercial paper*) e altri strumenti finanziari liquidi. Le attività gestite da tali fondi ammontano a circa 3.500 miliardi di dollari.

⁹ L'*Exchange Stabilization Fund*, creato con il *Gold Reserve Act* del 1934, permette al Segretario di Stato di effettuare operazioni in oro, valute e strumenti finanziari per promuovere la stabilità finanziaria internazionale.

avrebbe richiesto l'intervento della FDIC, determinava, il 3.10.2008, la conclusione dell'accordo di vendita con Wells Fargo. Il 12.10.2008 la Fed ha approvato l'operazione a favore di Wells Fargo.

EUROPA

A) Le conclusioni del Consiglio Ecofin del 7.10.2008

Il Consiglio Ecofin del 7.10.2008 ha definito una strategia per rispondere tempestivamente alla crisi finanziaria, ristabilire la fiducia e garantire il buon funzionamento dei mercati finanziari, secondo le seguenti linee di azione:

- l'impegno ad adottare tutte le misure necessarie per rafforzare la solidità e la stabilità del sistema bancario europeo e proteggere i depositanti;
- l'accordo a coordinare le diverse misure e a prendere in considerazione i potenziali effetti cross-border delle decisioni assunte a livello nazionale;
- l'impegno ad adottare misure per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie vulnerabili di rilevanza sistemica, sulla base di principi comuni;
- la raccomandazione alle competenti istituzioni in materia contabile (Commissione, IASB) di adottare le necessarie misure al fine di evitare distorsioni dovute a differenze nelle regole contabili applicate dalle banche europee e americane, in particolare con riguardo alla flessibilità nell'applicazione della valutazione "mark to market" e nella riclassificazione degli attivi entro la fine di ottobre, in modo da consentirne l'applicazione a partire dal terzo trimestre 2008;
- l'impegno da parte della Commissione ad agire in modo tempestivo e con flessibilità per quanto riguarda le decisioni sulla compatibilità delle misure di ricapitalizzazione e di concessione di garanzie da parte dei singoli governi con le regole in materia di aiuti di stato;
- l'accordo ad aumentare il livello minimo di protezione degli schemi di garanzia dei depositi dall'attuale ammontare di € 20 mila ad almeno € 50 mila; molti Stati membri hanno aumentato tale livello minimo a € 100 mila; la Commissione si è impegnata a presentare al più presto una proposta per promuovere la convergenza tra gli schemi di garanzia dei depositi nazionali (la proposta è stata presentata il 15.10.2008).

B) La dichiarazione dei Capi di Stato e di Governo dei Paesi dell'area dell'euro del 12.10.2008

I Capi di Stato e di Governo dei Paesi dell'area dell'euro si sono riuniti il 12 ottobre 2008 e hanno concordato un piano d'azione comune per realizzare i seguenti obiettivi:

- assicurare appropriate condizioni di liquidità per le istituzioni finanziarie: a tal fine si incoraggiano le banche centrali a reagire con flessibilità agli sviluppi sui mercati e a considerare l'opportunità di migliorare le condizioni per l'utilizzo del collaterale con particolare riguardo alle *commercial paper*;
- facilitare il finanziamento delle banche, che nelle presenti condizioni appare soggetto a limitazioni: a tale scopo, i governi si possono impegnare a rendere disponibile, temporaneamente e a condizioni appropriate, una garanzia pubblica o una assicurazione per le nuove emissioni di "senior debt" delle banche con scadenza fino a 5 anni; lo schema per la concessione delle garanzie dovrà avere un ammontare limitato, potrà essere applicato fino al 31.12.2008 e dovrà essere disegnato in modo da evitare distorsioni concorrenziali e danneggiamenti per coloro che non ne sono destinatari;
- fornire alle istituzioni finanziarie risorse patrimoniali aggiuntive in modo da continuare ad assicurare il necessario finanziamento all'economia: a tal fine ciascuno Stato membro provvederà a rendere disponibile alle istituzioni finanziarie risorse patrimoniali classificabili nel Tier 1, ad es.

attraverso l'acquisto di azioni privilegiate o di altri strumenti inclusi gli strumenti non dilutivi, favorendo al contempo la raccolta di capitale dai privati;

- consentire una efficiente ricapitalizzazione delle banche in difficoltà: a questo riguardo, i governi sono impegnati a sostenere il sistema finanziario e ad evitare il fallimento delle istituzioni di rilievo sistemico attraverso misure adeguate, comprese le ricapitalizzazioni; le misure di ricapitalizzazione delle banche in difficoltà dovrebbero essere accompagnate da adeguati piani di ristrutturazione e da appropriate condizioni per proteggere gli interessi dei contribuenti e far sì che gli interventi abbiano le dovute conseguenze per gli azionisti e i manager;
- assicurare sufficiente flessibilità nell'applicazione delle regole contabili in presenza di eccezionali condizioni di mercato: a tale riguardo si considera che in condizioni eccezionali alle istituzioni finanziarie e non finanziarie dovrebbe essere consentito di valutare gli attivi sulla base di ipotesi sul rischio di default piuttosto che al valore corrente di mercato, che in situazioni di illiquidità dei mercati potrebbe risultare inappropriato;
- migliorare la cooperazione tra i paesi europei: a tale scopo vengono stabilite o ulteriormente rafforzate le procedure per lo scambio di informazioni tra i governi, il Presidente del Consiglio Europeo, il Presidente della Commissione, il Presidente della BCE e il Presidente dell'Eurogruppo; si invita il Consiglio UE a considerare l'istituzione di un meccanismo per migliorare la gestione delle crisi nei paesi europei.

C) Le conclusioni del Consiglio Europeo del 15 e 16 ottobre 2008

Nella riunione del 15 e 16 ottobre 2008 il Consiglio Europeo ha dichiarato l'impegno congiunto degli Stati membri dell'Unione ad adottare misure appropriate in modo concertato al fine di salvaguardare il buon funzionamento del sistema finanziario, assicurare il finanziamento dell'economia e proteggere i depositanti.

A tale riguardo, esso giudica positivamente il piano d'azione concertato deciso dal gruppo dei paesi dell'area dell'euro, approvando i principi a cui questo si ispira e le misure adottate dagli Stati membri che rispondono a tali principi e siano in conformità con il Trattato europeo, in modo da evitare effetti distorsivi sugli altri Paesi. Il Consiglio invita la Commissione ad applicare le regole sulla politica di concorrenza e sugli aiuti di stato in modo da assicurare la necessaria flessibilità e urgenza delle decisioni.

Viene deciso di stabilire un meccanismo informale per allertare tempestivamente sulle possibili situazioni di crisi e favorire lo scambio di informazioni e le valutazioni sulle crisi (c.d. "financial crisis cell"); esso sarà composto da rappresentanti dei governi degli Stati membri, della Presidenza del Consiglio in carica, del Presidente della Commissione, del Presidente della BCE (assieme con altre banche centrali europee) e del Presidente dell'Eurogruppo. Esso potrà essere attivato su richiesta di uno Stato membro che si trovi a fronteggiare una crisi e contribuirà ad assicurare un efficace coordinamento delle misure adottate o da adottare.

Il Consiglio inoltre considera positivamente lo stabilimento di un gruppo di alto livello da parte della Commissione per migliorare il coordinamento della vigilanza a livello europeo e invita i rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali ad incontrarsi almeno una volta al mese per scambiarsi le informazioni.

Infine il Consiglio sostiene il rapido svolgimento dei lavori relativi all'approvazione delle proposte della Commissione sulla revisione della direttiva sui requisiti di capitale (CRD), sulla riforma delle agenzie di rating, sui sistemi di garanzia dei depositi. Esso giudica positivamente le decisioni adottate sugli standard contabili applicabili alle istituzioni finanziarie e sulla loro interpretazione, sollecitando un ulteriore approfondimento, anche in consultazione con i principali partner internazionali, degli effetti dell'applicazione dei principi contabili del *fair value* e del *mark-to-market* sulle istituzioni e sui mercati finanziari, inclusi quelli di natura prociclica. Richiama i partecipanti del mercato e in particolare gli esponenti dell'industria bancaria al rispetto dei principi

di *accountability* e all'impegno ad assicurare che i sistemi di remunerazione siano in linea con i contributi alla performance dell'impresa e non portino ad una eccessiva assunzione di rischio o una eccessiva concentrazione su obiettivi di breve termine; si invitano gli Stati membri a mettere in pratica questi principi e si chiede al Consiglio di riferire sulle decisioni prese entro la fine dell'anno.

REGNO UNITO

A) Lo *Special Liquidity Scheme* della *Bank of England*

Allo scopo di aumentare la liquidità del mercato, il 21.4.08 la *Bank of England* (BoE) ha lanciato lo *Special Liquidity Scheme* (SLS), nell'ambito del quale le banche possono scambiare temporaneamente "*sufficiently high quality mortgage-backed assets*" e altri titoli contro titoli di Stato, appositamente emessi dal Tesoro, dietro pagamento di una commissione pari allo *spread* tra il Libor a tre mesi e il tasso d'interesse dei titoli di Stato a tre mesi.

La finestra temporale per partecipare allo SLS, inizialmente fissata in sei mesi (dal 21.4.08 al 21.10.08), è stata ampliata il 17.9.2008 fino al 30.1.2009 per consentire alle banche di pianificare il loro eventuale ingresso nello schema in maniera ordinata.

Allo SLS possono accedere tutte le banche commerciali e le *building societies* che possono normalmente accedere alle operazioni di deposito e di finanziamento della banca centrale.

Possono essere scambiati i titoli con *rating* AAA emessi da intermediari del mercato dei mutui ipotecari statunitensi ed europei nonché titoli garantiti da *credit card debt*; sono esclusi *raw mortgages*, quelli basati su prodotti derivati e quelli garantiti da immobili situati in Paesi diversi dal Regno Unito o da altri Paesi dell'Unione Europea. BoE può escludere dallo schema anche titoli precedentemente ammessi a parteciparvi.

L'*asset swap* ha una durata sufficientemente lunga (almeno 1 anno rinnovabile fino a un massimo di 3 anni). Lo SLS dovrebbe dunque concludersi entro ottobre 2011 con la restituzione dei titoli di Stato al Tesoro e degli *assets* alle banche.

Per evitare che le banche utilizzino la liquidità ottenuta per finanziare nuovi prestiti possono essere scambiati solo *assets* già esistenti alla data del 31.12.2007. Inoltre, le perdite eventualmente registrate dagli *assets* scambiati rimangono a carico delle banche.

Lo schema è indennizzato dal Tesoro; tuttavia, al fine di evitare la traslazione di potenziali perdite dalle banche allo Stato, le banche devono fornire *assets* di valore notevolmente superiore ai titoli di Stato; nel caso in cui il valore di tali *assets* scenda le banche devono fornire maggiori *assets* o, in alternativa, restituire titoli di Stato mentre nel caso di peggioramento del *rating* degli *assets* scambiati devono sostituirli con altri di *rating* elevato.

La dotazione iniziale dello SLS è stata di circa £ 50 miliardi (circa €63 miliardi), successivamente aumentata a £ 200 miliardi (cfr. infra).

B) L'acquisizione di *Bradford & Bingley plc* da parte di *Abbey National plc*

Il 29.9.2008 il Tesoro ha annunciato che, in seguito ad un'asta competitiva condotta da Morgan Stanley per suo conto, il business relativo ai depositi *retail* di *Bradford & Bingley plc* e la relativa rete di succursali sono stati trasferiti ad *Abbey National plc* (gruppo Santander); le restanti attività saranno nazionalizzate attraverso il trasferimento delle azioni al Tesoro.

Il trasferimento dei depositi, che consente di assicurare continuità nei servizi alla clientela, è stato garantito da liquidità fornita dal Tesoro e dal sistema di garanzia dei depositi (*Financial Services Compensation Scheme*), i quali riceveranno i proventi derivanti dalla vendita degli asset nazionalizzati. Tra questi figurano le passività *wholesale* per le quali è stata disposta una garanzia statale per un periodo di 6 mesi, rinnovabile, al fine di salvaguardare la stabilità finanziaria.

Il sistema di garanzia dei depositi ha pagato £ 14 miliardi per consentire il trasferimento dei depositi protetti ad Abbey; il Tesoro ha messo a disposizione di Abbey £ 4 miliardi per il trasferimento dei depositi non protetti. L'intervento del sistema di garanzia è stato finanziato attraverso un prestito a breve termine da parte di BoE che sarà sostituito da un prestito del Governo in breve tempo. Gli interessi sul prestito nei primi tre anni sono fissati al Libor più 30 punti base e saranno pagati annualmente a partire da settembre 2009.

C) L'acquisizione di Halifax Bank of Scotland (HBOS) da parte di Lloyds TSB

Il 18.9.2008 Lloyds TSB ha rilevato la HBOS, primario operatore nel mercato dei crediti ipotecari nel Regno Unito, per £ 12,2 miliardi. La crisi della banca scozzese è stata determinata dalla considerevole esposizione sul mercato immobiliare, dalla forte dipendenza (circa metà della raccolta) dal mercato interbancario per il proprio finanziamento, nonché da una crisi di fiducia del mercato. Le due entità deterranno insieme il 28% del mercato anglosassone dei mutui

D) Il piano di sostegno finanziario al sistema bancario

L'8.10.2008 il governo britannico, dopo essersi consultato con la BoE e la FSA, ha annunciato l'adozione delle seguenti misure:

1. offerta di sufficiente liquidità nel breve periodo;
2. rafforzamento patrimoniale di banche e *building societies* in modo da consentirne la ristrutturazione finanziaria;
3. conferimento al sistema bancario dei fondi necessari per l'attività di impiego nel medio periodo.

1. Interventi a sostegno della liquidità

BoE potrà adottare ogni misura utile a rafforzare la stabilità finanziaria e a favorire l'afflusso di fondi e di liquidità sui mercati, ampliando e diversificando la gamma dei suoi interventi. In particolare, BoE ha ampliato la gamma di titoli utilizzabili come collaterale nelle aste di liquidità; essa, fino a quando non si stabilizzerà la situazione finanziaria, continuerà ad effettuare settimanalmente operazioni di mercato aperto a tre mesi in sterline (*sterling long-term open market repo operations - OMOs*) e in dollari (*US dollar repo operations*) a una settimana. Se necessario, la BoE potrà modificare la dimensione e l'importo delle operazioni di mercato aperto.

La dotazione finanziaria dello *Special Liquidity Scheme* (cfr. supra) è stata portata a £ 200 miliardi dagli iniziali £ 50 miliardi a fronte di un'ampia gamma di titoli utilizzabili come collaterale nell'ambito dello swap previsto dallo schema.

Infine, è prevista la formalizzazione di un regime permanente a sostegno della liquidità del sistema bancario, contenente anche l'introduzione di una "*Discount window*". Il 16.10.2008 è stato avviato il processo di consultazione sulle proposte di riforme relative all'introduzione di *Operational Standing Facilities*, della *Discount window* e di operazioni di mercato aperto aventi ad oggetto una più ampia gamma di titoli utilizzabili come collaterale.

2. Interventi di rafforzamento patrimoniale

Il secondo tipo di interventi riguarda il rafforzamento patrimoniale delle banche “*eligible*” e cioè le banche di diritto inglese, incluse le filiazioni inglesi di banche estere, che hanno una significativa operatività (*substantial business*) nel Regno Unito, e le *building societies*. Il Governo valuterà la richiesta di rafforzamento patrimoniale eventualmente presentata da altre banche di diritto inglese.

Gli otto intermediari che hanno confermato la partecipazione allo schema di ricapitalizzazione sono Abbey, Barclays, HBOS, HSBC Bank, Lloyd TSB, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered; essi si sono impegnati ad aumentare il capitale per complessivi £ 25 miliardi entro la fine dell’anno in corso. Il Governo si è dichiarato disponibile a sottoscrivere *preference shares* o *permanent interest bearing shares* (Pibs)¹⁰ emesse dagli intermediari interessati per tale ammontare. Inoltre, ulteriori £ 25 miliardi saranno disponibili per tutte le istituzioni *eligible*. Il Governo è inoltre disponibile a garantire l’emissione di azioni ordinarie da collocare sul mercato.

L’intervento dello Stato a sostegno del capitale è condizionato ad accordi con gli intermediari beneficiari in materia di politica dei dividendi e remunerazione dei *managers* e richiederà l’impegno ad assicurare credito alle piccole imprese e alle famiglie.

Il 13.10.2008 il Governo ha comunicato la decisione di intervenire, per complessivi £ 37 miliardi, nel capitale di RBS e dell’intermediario risultante dalla fusione tra HBOS e Lloyd TSB; l’operazione porterà il Tier 1 degli intermediari oggetto di intervento sopra il 9%.

3. Rilascio di garanzie su finanziamenti a breve e medio termine

Il terzo tipo di interventi prevede il temporaneo rilascio di garanzie sugli strumenti di raccolta a breve e medio termine di nuova emissione per un ammontare di circa £ 250 miliardi, soggetto a revisione; tale misura è diretta ad assicurare il rifinanziamento delle passività in scadenza, a ridurre la dipendenza dai prestiti *overnight* e a ripristinare condizioni di fiducia nei mercati.

Si prevede l’emissione di obbligazioni (*senior unsecured debt instruments*) con scadenza fino a 36 mesi in sterline, dollari o euro. Tali strumenti saranno stanziabili come *collateral* nelle operazioni di banca centrale.

Per ricevere tale sostegno gli intermediari dovranno disporre del capitale (Tier 1) ritenuto appropriato dal Governo sia in termini di ammontare che di qualità. Gli intermediari che hanno già aderito allo schema di ricapitalizzazione potranno ricevere il sostegno statale immediatamente in considerazione del loro impegno a rafforzare il capitale.

Tale garanzia avrà un costo per gli intermediari beneficiari¹¹ che ridurrà l’onere dell’intervento per i contribuenti; questi ultimi potranno percepire inoltre i dividendi sui titoli di capitale sottoscritti dal Governo.

IRLANDA

Il 30.9.2008 il Governo irlandese ha comunicato il rilascio di una garanzia con effetto immediato a copertura di tutti i depositi, compresi i depositi istituzionali e interbancari, i *covered bonds* e alcuni debiti subordinati a favore di 6 banche¹².

¹⁰ Le Permanent interest bearing shares (Pibs) sono speciali titoli di partecipazione nelle *building societies* che ricevono un tasso di interesse fisso.

¹¹ La commissione sarà basata su un tasso annuale pari alla media dei CDS spreads relativi alle istituzioni richiedenti su un periodo di 12 mesi precedenti al 7 ottobre 2008 più una quota fissa pari a 50 punti base.

La garanzia potrà essere posta a carico delle banche e sarà soggetta a specifici termini e condizioni al fine di proteggere gli interessi dei contribuenti. La garanzia ha la durata di 2 anni.

Alla comunicazione della decisione ha fatto seguito la presentazione al Parlamento del *Credit Institutions Financial Support Bill* del 1 ottobre 2008.

La proposta di legge prevede che il Ministro delle Finanze può fornire un supporto finanziario nella forma di prestiti, garanzie, scambio di *assets* e qualsiasi altro tipo di misura, in favore delle banche e delle filiazioni che il Ministero identificherà con provvedimento ad hoc. E' specificato che le passività ed i rapporti creditizi protetti sono anche quelli in essere con la Banca centrale.

Il sostegno sarà rilasciato alle condizioni e ai termini che saranno ritenuti opportuni, inclusa la necessità di rispettare i requisiti eventualmente imposti dalla banca centrale e dall'autorità di vigilanza, e condizioni volte a regolare il comportamento competitivo della banca. Il Ministero può inoltre sottoscrivere o acquistare azioni ed altri titoli nelle istituzioni beneficiarie: a tale scopo può emettere titoli dalle caratteristiche ritenute opportune, riferite ai diritti patrimoniali e amministrativi (interessi, condizioni di rimborso, cancellazione).

I finanziamenti erogati dal Governo saranno recuperati dalla banca beneficiaria nel momento in cui ciò sarà possibile. Sono previsti obblighi di *reporting* annuale al Parlamento sui finanziamenti accordati.

E' infine stabilito che, nel caso di fusioni o acquisizioni fra banche ritenute necessarie per la stabilità del sistema, le competenze in materia antitrust sono trasferite dall'autorità Antitrust al Ministero.

Il 9.10.2008 il governo irlandese ha comunicato che la garanzia sarà estesa alle filiazioni di banche estere con una significativa operatività nel territorio irlandese¹³.

BENELUX

A) Intervento concernente Fortis

Il 28.9.2008 i governi di Belgio, Olanda e Lussemburgo hanno concordato un intervento a favore di Fortis, uno dei primi venti istituti finanziari europei. I tre Paesi sono entrati nel capitale del gruppo investendo € 11,2 miliardi, di cui € 4,7 miliardi il Belgio (49% della capogruppo *Fortis Banque Belgium*), € 4 miliardi i Paesi Bassi (49% di *Fortis Banque Nederlands*) e € 2,5 miliardi il Lussemburgo (49% di *Fortis Banque Luxembourg*).

E' prevista la vendita delle quote di RFS Holdings, la società con la quale è stata effettuata l'acquisizione di *Abn Amro*.

Il 3.10.2008 il Governo olandese, in stretta collaborazione con la Banca centrale olandese, ha acquisito totalmente *Fortis Banque Nederlands*, *Fortis Insurance Nederlands NV*, *Fortis Corporate Insurance NV*, per un totale di 16,8 miliardi di euro. Il Governo ha anche acquisito la quota di Fortis in *ABN Amro Holding*. Queste misure sostituiscono l'accordo del 28 settembre e sono state concordate con i Governi belga e lussemburghese, con i supervisori e con Fortis.

Il 5.10.2008 è stato annunciato il raggiungimento di un accordo secondo cui:

- lo Stato belga acquisisce dal gruppo Fortis le rimanenti azioni di *Fortis Banque Belgium* per un controvalore di € 4,7 miliardi, detenendone il 99,93% del capitale;

¹² Si tratta di Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Life and Permanent, Irish Nationwide Building Society e Educational Building Society e delle loro filiazioni, che saranno individuate in accordo con la banca centrale e l'autorità di vigilanza.

¹³ Sono state già ammesse a beneficiarne Ulster Bank, First Active, Halifax Bank of Scotland, IIB Bank e Postbank.

- il governo belga trasferisce poi a BNP Paribas il 75% dei suoi interessi in Fortis Banque Belgium in cambio di nuove azioni che vengono emesse da BNP Paribas per un controvalore di € 8,25 miliardi;
- un portafoglio di attività strutturate di Fortis Banque Belgium per un ammontare pari a € 10,4 miliardi viene trasferito ad una nuova struttura finanziaria che sarà partecipata per il 24% dallo Stato belga, per il 10% da BNP Paribas e per il 66% dal gruppo Fortis;
- BNP Paribas acquisisce le attività assicurative belghe del gruppo Fortis (Fortis Insurance Belgium) e il 67% di Fortis Banque Luxembourg; lo stato del Lussemburgo acquista il 33% di quest'ultima.

B) Intervento concernente Dexia

Il 29.9.2008 i governi di Francia, Belgio e Lussemburgo si sono attivati a sostegno della banca Dexia, specializzata nei finanziamenti al settore pubblico. L'intervento promosso dalle autorità dei tre Paesi si è tradotto in un investimento complessivo di €6,4 miliardi di euro. Di questi, €3 miliardi provengono da azionisti e governo belgi¹⁴, €3 miliardi dal governo e dalla *Caisse des Dépôts et Consignations* (CDC) francesi¹⁵, mentre il contributo del governo del Lussemburgo ammonta a € 376 milioni. Dopo questo intervento, lo Stato francese e la CDC detengono una partecipazione superiore al 25% in Dexia, quota in ogni caso di minoranza in base alla legge belga.

Il 9.10.2008 i governi di Francia, Belgio e Lussemburgo si sono impegnati a garantire congiuntamente e fino al 31.10.2009 i nuovi finanziamenti interbancari e le emissioni obbligazionarie destinate ad investitori istituzionali con scadenza massima triennale di Dexia. La garanzia, che potrà essere rinnovata per un ulteriore anno, sarà soggetta al pagamento di un premio che dovrebbe riflettere il vantaggio ottenuto da Dexia per il sostegno ricevuto.

C) Iniziativa legislativa belga

Il 9.10.2008 il Belgio ha annunciato la presentazione di un proposta di legge concernente misure per assicurare la stabilità finanziaria del Paese. Le disposizioni sono state adottate dal Parlamento belga il 15 ottobre.

Il decreto autorizza il Ministro delle Finanze belga a concedere una garanzia statale per la copertura delle passività emesse tra il 9 ottobre 2008 e il 31 ottobre 2009 da istituti di credito e/o da *financial holding companies* di diritto belga nei confronti di altri istituti di credito (e/o altre controparti professionali che fossero identificate dal Ministro), con scadenza entro il 31 ottobre 2011. La garanzia statale verrebbe concessa a condizione che vi sia la necessità di tutelare l'interesse dell'economia belga ed i depositanti e che le istituzioni che ne facciano richiesta si impegnino a prendere misure per sostenere la loro situazione finanziaria, con riguardo alle condizioni di solvibilità e liquidità. Il Ministro delle Finanze potrà stabilire ulteriori condizioni per la concessione della garanzia. Per poterne beneficiare, i richiedenti dovranno dimostrare in particolare l'impossibilità di far fronte alle passività per le quali richiedono la garanzia al momento della loro scadenza. Il Ministro delle Finanze potrà determinare il venir meno della garanzia in qualsiasi momento, qualora le condizioni sulla base delle quali era stata concessa vengano meno.

¹⁴ Il Governo Federale belga verserà 1 miliardo di euro, le Fiandre €500 milioni, la Vallonia €350 milioni e la regione di Bruxelles € 150 milioni. Per quanto riguarda gli azionisti belgi, Gemeentelijke Holding NV ha investito € 500 milioni, Arcofin CV €350 milioni e Ethias €150 milioni.

¹⁵ CDC, terzo maggiore azionista di Dexia, era già in possesso dell'11,7% del capitale della banca.

D) Iniziativa legislativa olandese

Le misure adottate il 9.10.2008 dalle autorità olandesi intendono sostenere sia la liquidità sia il rafforzamento patrimoniale delle banche olandesi; esse si applicano anche alle filiazioni di banche estere operanti in Olanda.

In particolare, la banca centrale olandese concederà speciali finanziamenti agli intermediari a fronte di adeguate garanzie al fine di garantire le necessità di credito a breve.

Il Governo è poi impegnato, per un anno a partire dal 10.10.2008, a rendere disponibile capitale agli intermediari fondamentalmente sani, allo scopo di mantenere i fondi propri al livello ritenuto adeguato dall'autorità di vigilanza: la partecipazione del governo potrà assumere diverse forme fra cui la sottoscrizione di *preferential shares*. Le misure saranno soggette a limitazioni per evitare effetti distorsivi e l'assunzione di rischi per il Governo. Il fondo non ha un ammontare predefinito ma € 20 miliardi sono immediatamente disponibili. Il contributo del governo sarà fornito a condizioni di mercato.

Il 19.10.2008 il governo olandese ha annunciato un accordo con il gruppo ING per un intervento volto a rafforzare il patrimonio del gruppo tramite una iniezione di €10 miliardi, a valere sul fondo per la ricapitalizzazione degli intermediari approvato il 9 ottobre. A seguito dell'intervento il governo riceve titoli aventi caratteristiche simili a quelle delle azioni¹⁶; essi si qualificano come core Tier 1, saranno remunerati all'8,5 per cento o in misura superiore qualora il dividendo dell'anno sia superiore, al fine di incentivare il riacquisto delle azioni da parte del gruppo. Non vi sarà diluizione del capitale azionario. In base all'accordo il governo nominerà due rappresentanti nel Consiglio di Sorveglianza (Supervisory Board) di ING, con diritto di veto sulle decisioni relative a: acquisizioni e investimenti di quote di capitale superiori al 25 per cento; aumenti o riduzioni del capitale in essere; proposte di modifica degli schemi di remunerazione.

FRANCIA

Il 12.10.2008 il governo francese ha presentato un piano volto a ristabilire la fiducia nel sistema bancario e ad assicurare la capacità di finanziamento del sistema economico da parte di quest'ultimo. Il piano rientra nel quadro delle misure concordate in sede europea e ha due principali obiettivi: assicurare il rifinanziamento del debito a medio-lungo termine delle banche francesi e provvedere alla ricapitalizzazione delle stesse.

A tale fine, lo Stato francese offrirà una garanzia a tassi di mercato per un ammontare massimo pari a 360 miliardi di euro. La garanzia sarà concessa sui nuovi prestiti erogati da un fondo per il rifinanziamento delle istituzioni creditizie e da una società pubblica per l'investimento nelle istituzioni finanziarie, nonché sui prestiti di società del Gruppo Dexia (come da accordi con i Governi belga e lussemburghese). I beneficiari di tali misure dovranno impegnarsi a finanziare l'economia reale e a rispettare un codice etico fondato sulla tutela dell'interesse generale.

In particolare, il fondo per il rifinanziamento delle istituzioni finanziarie, strettamente monitorato dal Governo e dalla Banca di Francia, reperirà le risorse sul mercato dei capitali e sarà supportato da un'esplicita garanzia statale concessa a tassi di mercato. Le istituzioni finanziarie che operano in Francia prenderanno a prestito le risorse di cui hanno bisogno tramite il fondo, contro la fornitura di collaterale nella forma di crediti all'economia. La garanzia sarà in vigore fino al 31 dicembre 2009.

Per quanto riguarda la ricapitalizzazione delle banche, il provvedimento francese dà facoltà ad una società pubblica (*State-owned company*) di sottoscrivere emissioni di titoli di debito subordinati e azioni privilegiate delle banche francesi. Lo Stato fisserà le condizioni per poter beneficiare di tali

¹⁶ Il prezzo dei titoli è calcolato sulla base della quotazione delle azioni di ING alla chiusura del mercato nella giornata del 16.10.2008; non è stata considerata la quotazione del 17 ottobre data l'elevata volatilità del titolo in quella giornata.

misure, le quali si aggiungono all'impegno assunto dal Governo di sottoscrivere nuove emissioni azionarie di istituzioni in difficoltà.

GERMANIA

A) Intervento riguardante Hypo Real Estate

Il 29.9.2008 il governo e un *pool* di banche tedesche hanno accordato una linea di credito a breve e medio termine pari a €35 miliardi, successivamente aumentata a €50 miliardi, al gruppo *Hypo Real Estate*, il secondo operatore finanziario tedesco nel comparto dell'edilizia commerciale¹⁷.

La linea di credito prevedeva inizialmente due *tranche* di finanziamento rispettivamente di € 15 miliardi e €20 miliardi. Una ulteriore linea di liquidità di €15 miliardi è stata concessa nei giorni seguenti.

B) Iniziativa di stabilizzazione dei mercati finanziari

Il pacchetto di misure proposto dal governo tedesco il 13.10.2008 per stabilizzare i mercati finanziari ed evitare danni all'economia reale è coerente con il quadro concordato dai Capi di Stato e di Governo dei paesi G8 il 4 ottobre, tiene conto delle decisioni del Consiglio Ecofin del 7 ottobre e dei ministri finanziari e governatori delle banche centrali del G7 del 10 ottobre, nonché del vertice dei Capi di Stato e di Governo dei Paesi dell'Eurogruppo del 12 ottobre. Sulle misure sono stati, inoltre, consultati la Bundesbank, il BaFin e l'industria finanziaria tedesca.

Il Governo federale istituisce un fondo speciale per la stabilizzazione dei mercati finanziari, che rimarrà in essere fino al 31.12.2009. Il fondo sarà finanziato attraverso l'emissione di titoli di debito fino ad un ammontare massimo di 100 miliardi di euro e sarà utilizzato dal Governo per assicurare la copertura delle esigenze di rifinanziamento delle istituzioni finanziarie tedesche in relazione a strumenti finanziari di nuova emissione con durata fino a 36 mesi. A tale fine, il fondo renderà disponibili garanzie fino a 400 miliardi di euro in cambio di una commissione. In questo quadro, il Governo sottolinea come la regolamentazione dei *Pfandbriefe* attualmente in vigore dia già adeguate assicurazioni circa la sicurezza di tali titoli; tuttavia, qualora la situazione del mercato dei *Pfandbriefe* lo renda necessario, il Governo si impegna ad adottare misure di breve termine per garantire tali titoli.

Il fondo è, inoltre, autorizzato a ricapitalizzare le istituzioni finanziarie attraverso diversi tipi di strumenti; in ogni caso, il suo utilizzo (di ammontare massimo pari a 80 miliardi di euro) è ricondotto a determinate condizioni, in modo da assicurare parità delle condizioni concorrenziali tra le istituzioni finanziarie, nonché la salvaguardia degli interessi dei contribuenti e l'*accountability* dei manager.

Anche le controllate tedesche di istituzioni finanziarie straniere avranno accesso a tali misure, purché siano solvibili. Inoltre, in situazioni eccezionali il fondo può provvedere al salvataggio di banche di rilevanza sistemica in difficoltà, purché il salvataggio sia collegato all'esistenza di una chiara prospettiva di ristrutturazione.

Ove necessario, il fondo può acquistare attività problematiche o garantirle fino a scadenza.

Infine, il Governo annuncia che la Bundesbank provvederà in tempi stretti ad assicurare la liquidità dei fondi di mercato monetario attraverso l'erogazione temporanea di linee di liquidità in cambio di adeguate garanzie. Viene annunciata anche la proposta di emendamenti alle leggi sulla vigilanza sui

¹⁷ Il Gruppo ha un totale attivo di €395 miliardi, 1.900 dipendenti e uffici in Europa, America e Asia. Fanno parte del gruppo le banche Hypo Real Estate Bank International AG e la Hypo Real Estate Bank AG, che operano nel settore fondiario, e la DEPFA e la DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG, specializzate nei finanziamenti al settore pubblico.

mercati finanziari, in modo da accrescere la capacità delle autorità di intervenire in situazioni di crisi; il Governo presenterà anche proposte per favorire il coordinamento tra Bundesbank e BaFin e per migliorare la vigilanza a livello europeo ed internazionale.

AUSTRIA

Il 13.10.2008 le autorità austriache hanno annunciato una serie di misure volte ad assicurare la tutela dei risparmiatori e a dare stabilità ai mercati finanziari. L'intervento, contenuto in un provvedimento legislativo presentato al Parlamento il 20.10.2008, prevede misure di erogazione della liquidità necessaria al sistema finanziario, di rafforzamento delle istituzioni finanziarie in difficoltà, di salvaguardia dei depositi, in linea con le decisioni del vertice dei paesi dell'Eurogruppo, per un ammontare di risorse che non dovrà eccedere i 100 miliardi di euro, nonché il divieto di *short-selling* di titoli a fini speculativi.

Al fine di assicurare la liquidità al sistema finanziario e rafforzare il mercato interbancario le banche istituiranno un organismo *ad hoc* che dovrà funzionare come una *clearing house*; esso erogherà fondi, per un ammontare che non potrà superare €85 miliardi, alle banche che hanno bisogno di liquidità, in cambio di appropriate garanzie. Il Governo federale potrà garantire i prestiti concessi dall'organismo, in modo da permettere allo stesso di emettere titoli e creare liquidità.

Il sostegno alle istituzioni finanziarie in difficoltà sarà realizzato tramite la fornitura da parte del Ministero delle Finanze di garanzie sulle passività di tali istituzioni, di prestiti alle stesse, e tramite l'acquisizione di partecipazioni sia attraverso la sottoscrizione di aumenti di capitale sia attraverso altri interventi sul capitale, che potranno anche incidere sulla struttura proprietaria dell'istituto interessato. Le partecipazioni così acquisite dal Governo federale saranno trasferite ai privati una volta raggiunti gli obiettivi che l'intervento si propone e ristabilite le normali condizioni del mercato dei capitali.

I depositi dei privati saranno garantiti nella loro totalità, con effetto dal primo ottobre 2008.

L'autorità di supervisione sul mercato finanziario (*Austrian Financial Markets Authority*) è stata autorizzata a vietare operazioni di *short-selling* su larga scala e a sanzionare le eventuali violazioni di tale divieto. L'obiettivo è quello di limitare l'impatto potenzialmente negativo di tali operazioni sulle borse e sulle società.

SPAGNA

Il 7.10.2008 la Spagna ha annunciato l'adozione delle seguenti misure: 1) la creazione di un fondo finanziato dal Tesoro con una dotazione iniziale di €30 miliardi, che può essere estesa a €50 miliardi; 2) il rafforzamento dello schema di garanzia dei depositi spagnolo, attraverso l'innalzamento del limite minimo di copertura da €20 mila a €100 mila.

Il fondo acquisterà dalle istituzioni finanziarie operanti in Spagna, su base volontaria e a condizioni di prezzo che riflettono il grado di rischio sottostante, attività di elevata qualità spagnole per assicurare che attraverso queste istituzioni continuino ad essere finanziate famiglie ed imprese.

Il fondo sarà temporaneo, dunque destinato all'estinzione una volta ripristinate le normali condizioni del mercato, e opererà in coerenza con le norme comunitarie sugli aiuti di Stato e la concorrenza, poiché tutte le istituzioni finanziarie operanti in Spagna potranno farvi ricorso.

Il 13.10.2008 il Governo spagnolo ha approvato un Decreto Legge che dà attuazione agli indirizzi espressi nella Dichiarazione del vertice di Parigi tra i Capi di Governo dei Paesi dell'Eurogruppo. Il

Decreto istituisce una garanzia per le nuove emissioni di titoli di debito *senior* da parte degli istituti di credito, con un tetto iniziale per il 2008 di 100 miliardi di euro. La garanzia copre i *commercial paper* e i *senior bond* con scadenza fino a cinque anni e potrebbe essere estesa anche ai depositi interbancari, ma solo nel quadro di un'eventuale iniziativa coordinata a livello di area dell'euro. Le garanzie saranno concesse fino al 31 dicembre 2009 a tutti gli istituti di credito operanti in Spagna, comprese le controllate di società straniere aventi un livello sufficiente di operazioni attive nel Paese, ad un costo proporzionato al rischio sopportato dal Governo e comunque determinato secondo criteri di mercato. I requisiti per la concessione della garanzia saranno stabiliti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e potrebbero includere, su proposta della Banca centrale spagnola, speciali condizioni relative alla solvibilità.

Il Decreto autorizza, inoltre, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ad acquistare azioni, azioni privilegiate o diritti partecipativi emessi dagli istituti di credito.

PORTOGALLO

Nel quadro delle iniziative adottate in sede europea, il Governo portoghese ha approvato il 12.10.2008 un piano per il rafforzamento della stabilità finanziaria che ha il fine di assicurare il regolare finanziamento dell'attività economica.

Il piano prevede una garanzia statale di ammontare massimo pari a 20 miliardi di euro, da concedere alle istituzioni creditizie aventi sede legale in Portogallo. La concessione della garanzia si baserà su una decisione presa dal Ministero delle Finanze in collaborazione con la Banca centrale portoghese avendo riguardo al grado di rischio dell'istituto richiedente, che dovrà corrispondere una commissione proporzionata e presentare attivi di buona qualità come copertura. Lo Stato potrà rivedere i termini della commissione nel periodo di validità della garanzia, nel caso le condizioni di mercato cambino significativamente. I beneficiari della garanzia saranno monitorati dallo Stato e dalla Banca Centrale.

Il finanziamento del piano avverrà per il tramite di un fondo istituito dal Governo, che sarà capitalizzato attraverso l'emissione di titoli del debito pubblico, al fine di coprire il rischio legato alla concessione delle garanzie e di finanziare altre misure che potrebbero essere prese per rafforzare la solidità finanziaria delle istituzioni creditizie.

Le misure introdotte hanno carattere temporaneo e resteranno in vigore finché le normali condizioni del mercato non saranno ristabilite, applicandosi solo a garanzie concesse entro il 31 dicembre 2009.

Oltre alle citate misure, il Governo portoghese ha anche approvato una serie di norme volte a rafforzare gli obblighi informativi e di disclosure degli operatori di mercato verso i loro clienti e le autorità di vigilanza. Inoltre, è stato portato a 100 mila euro il livello della copertura assicurata dal Fondo di Garanzia dei Depositi Bancari e dal Fondo di Garanzia del Credito Agricolo, dagli originari 25 mila.

GRECIA

Il 15.10.2008 il governo greco ha adottato un piano per limitare l'impatto della crisi e assicurare l'efficiente funzionamento del sistema finanziario, in conformità con le decisioni del Consiglio Ecofin del 7 ottobre. Le misure, di natura temporanea, sono volte a:

1) favorire il ripristino di condizioni normali di liquidità sui mercati, attraverso i) la fornitura di una garanzia pubblica per un ammontare complessivo fino a €15 miliardi su passività bancarie emesse o

rifinanziate entro la fine del 2009 con scadenza fino a 5 anni, e ii) l'emissione di specifici titoli pubblici per un controvalore complessivo di €8 miliardi che possono essere scambiati contro altri strumenti utilizzabili come "collateral" di buona qualità dalle banche greche di rilevanza sistemica, contro commissioni da stabilire in base ad un tasso annuale entro il *range* da 50 a 100 punti base a seconda della scadenza;

2) rafforzare la patrimonializzazione delle banche, destinando un ammontare pari a €5 miliardi per l'acquisto da parte dello Stato di *preference shares* a rafforzamento del Tier 1 delle banche che ne faranno richiesta; tali azioni avranno incorporata una opzione di riacquisto dopo un periodo non inferiore a 5 anni. Laddove il Governo fornisca una garanzia o acquisti *preference shares* verrà assicurata la partecipazione di suoi rappresentanti nel Board delle banche interessate con poteri decisionali riguardo ai compensi del top management.

In aggiunta il governo greco ha innalzato la copertura della garanzia dei depositi da 20 mila a 100 mila euro. Tale disposizione sarà vigente fino al 31 dicembre 2011.

DANIMARCA

A) Intervento riguardante Roskilde Bank

L'11.7.2008 le autorità danesi (Ministero dell'economia, Autorità di supervisione finanziaria e Banca centrale) hanno promosso e coordinato, unitamente all'Associazione bancaria danese, un intervento pubblico di sostegno della Roskilde Bank. L'intervento si è articolato nella concessione di una linea di liquidità da parte della banca centrale, assistita dalla garanzia a copertura del rischio di potenziali perdite prestata da un organismo privato (Det Private Beredskab) appositamente costituito dall'Associazione bancaria danese, per DKK 750 milioni (circa €100 milioni), e dallo Stato per la parte residua. La garanzia statale, che è stata successivamente approvata dal Parlamento, ha effetto dall'11.7.2008.

B) Iniziativa di stabilizzazione dei mercati finanziari

Il 5.10.2008 è stato adottato un "Political Agreement on Financial Stability" che stabilisce uno schema misto, finanziato dal settore pubblico e da quello privato, per la copertura delle perdite di tutti i depositanti e creditori di banche dichiarate insolventi.

In particolare è stata creata una *winding-up company* con il compito di risolvere la crisi di banche insolventi e coprire le perdite di tutti i creditori, anche se non protetti dal sistema privato di garanzia dei depositi. Le banche forniranno una garanzia a copertura delle perdite della *winding-up company* fino ad un massimo di DKK 35 miliardi in due anni (2% del PIL), lo Stato coprirà le eventuali perdite eccedenti. Sono previste misure per evitare disparità competitive. Lo schema è accompagnato dal divieto di distribuire dividendi e di riacquistare azioni, nonché di avviare nuovi programmi di *stock options* a carico delle banche aderenti.

ISLANDA

In relazione alla crisi del sistema finanziario islandese, il 6.10.2008 il Parlamento islandese ha approvato la legge n. 125/2008 che autorizza il Tesoro ad erogare fondi pubblici per fronteggiare la situazione di crisi e l'Autorità di vigilanza ad assumere provvedimenti straordinari per minimizzare i danni al sistema finanziario quali l'assunzione dei poteri dell'assemblea degli azionisti, lo scioglimento degli organi sociali e l'amministrazione controllata delle banche nonché di deliberare

provvedimenti quali la cessione o la fusione delle stesse. Ai sensi di tale legge, il 7.10.2008 e il 9.10.2008 le banche Glitnir, Landsbanki e Kaupthing sono state poste in *receivership*¹⁸.

SVIZZERA

Il 16.10.2008 i gruppi UBS e Credit Suisse hanno annunciato misure di rafforzamento del capitale, in concomitanza con la decisione della Banca centrale svizzera di introdurre la possibilità di trasferire gli attivi illiquidi ad una società veicolo per permettere un'ordinata liquidazione degli stessi. Tali misure mirano a rafforzare il sistema finanziario svizzero, garantendone la stabilità.

In particolare, la Banca centrale ha raggiunto un accordo con UBS su un finanziamento a lungo termine e sulla liquidazione dei titoli illiquidi e degli altri *asset* "problematici" – trattasi per la maggior parte di strumenti di debito aventi come sottostante mutui residenziali e commerciali americani – per un ammontare non superiore a \$ 60 miliardi. Credit Suisse Group ha rinunciato a sottoscrivere un accordo dello stesso tipo¹⁹.

Nel quadro dell'accordo, UBS venderà i titoli ad una società veicolo e fornirà capitale fino ad un massimo di 6 miliardi di dollari, che serviranno come prima tutela contro eventuali perdite; la Banca Centrale, che monitorerà le operazioni di trasferimento, gestione e liquidazione degli *asset*, finanzierà l'acquisto degli stessi assicurando alla società veicolo un prestito assistito da garanzie (*secured loan*) a lungo termine per un ammontare non superiore a 54 miliardi di dollari ed avrà il controllo della società stessa. Il prestito avrà una durata di 8 anni, che potrà essere prolungata fino a 12 anni al fine di permettere un'ordinata liquidazione degli *asset*. Nel quadro di queste iniziative, UBS ha garantito che rafforzerà il proprio capitale.

¹⁸ Il 9.10.2008 l'Autorità di vigilanza finlandese ha sospeso l'operatività della succursale finlandese di Kaupthing. La Svezia e la Norvegia hanno offerto un sostegno di liquidità alle succursali della banca islandese. Il 12.10.2008 la Norvegia ha posto in amministrazione pubblica la filiale locale di Kaupthing. Il 9.10.2008 il Tesoro britannico ha trasferito a ING Direct i depositi retail delle controllate britanniche di Landsbanki (Heritable) e di Kaupthing (Kaupthing Singer & Friedlander) e dello sportello di Glitnir.

¹⁹ CS Group ha dichiarato che avrebbe ricevuto 10 miliardi di franchi svizzeri da investitori della regione del Golfo, tra cui la Qatar Investment Authority.

Appendice 3: Crisi del gruppo *Lehman Brothers*. Operatività con la clientela italiana

1. Il gruppo *Lehman Brothers* in Europa e l'operatività con clientela italiana

La *Lehman Brothers Holdings inc.*, tra le maggiori banche di investimento degli Stati Uniti, si trova al vertice di un gruppo che opera a livello mondiale nel campo dei servizi finanziari. La capogruppo e alcune società del gruppo di diritto statunitense sono state ammesse alla procedura di riorganizzazione ai sensi del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*.

In base alle evidenze disponibili, risulta che in Europa il gruppo è presente per il tramite di alcune imprese di investimento, banche e società finanziarie. Le articolazioni europee rilevanti per il mercato e gli investitori italiani sono le seguenti:

- in Germania è presente una filiazione bancaria (*Lehman Brothers Bankhaus AG*) che opera in Italia per il tramite di una succursale a Milano;
- nel Regno Unito sono presenti diverse imprese di investimento che operano in Italia per il tramite di proprie succursali (*Lehman Brothers International (Europe)*) ovvero in regime di libera prestazione di servizi (*Lehman Brothers Asset Management (Europe) LTD*, *Lehman Brothers Europe Limited* e *Lehman Brothers International Europe*). Sono altresì presenti società, tra le quali la *Lehman Brothers Holdings PLC*, i cui titoli risultano detenuti anche da investitori italiani;
- in Francia è insediata una filiazione bancaria (*Banque Lehman Brothers s.a.*), che non opera in Italia, e un OICR che opera in Italia in regime di libera prestazione di servizi (*Lehman Brothers AM France*);
- in Olanda ha sede la *Lehman Brothers Treasury Co. BV*, controllata indirettamente dalla holding americana sottoposta al *Chapter 11*. La società risulta attiva nell'emissione di titoli collocati anche nel mercato italiano;
- in Lussemburgo hanno sede la *Lehman Brothers (Luxembourg) S.A.* e la *Lehman Brothers (Luxembourg) Equity Finance S.A.*;
- risultano infine due OICR irlandesi abilitati ad operare in Italia, *Lehman Brothers Alpha Fund plc*, i cui titoli risultano detenuti anche da investitori italiani, e *Lehman Brothers Liquidity Funds plc*.

In Italia il gruppo americano opera - oltre che con le citate articolazioni europee - anche attraverso i seguenti intermediari costituiti in Italia:

- *Lehman Brothers A.M. Italy SGR*. La società, autorizzata recentemente (giugno 2008) alla gestione di tre fondi immobiliari speculativi, non ha avviato l'operatività;
- quattro intermediari finanziari iscritti nell'elenco ex art. 106 del Testo Unico Bancario, operativi nella concessione di finanziamenti, assunzione di partecipazioni e prestazione di servizi di pagamento, sui quali sono in corso accertamenti ispettivi;
- *Lehman Brothers International*, società finanziaria non operante nei confronti del pubblico (holding statica), iscritta nell'apposita sezione dell'elenco ex art 106 TUB prevista dall'art. 113 TUB.

2. Le procedure e le misure adottate nei confronti del gruppo

In USA la capogruppo e alcune società controllate sono state ammesse alla procedura di riorganizzazione ai sensi del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*, mantenendo il possesso dei beni e la gestione aziendale (*debtor in possession*).

L'adozione del citato provvedimento non produce, né negli USA né all'estero, effetti automatici sulle altre controllate, le quali possono continuare ad operare normalmente. Tuttavia, tenuto conto dell'appartenenza al medesimo gruppo, l'avvio della procedura in USA ha indotto le autorità di vigilanza europee ad adottare provvedimenti straordinari nei confronti delle filiazioni presenti nelle rispettive giurisdizioni, di natura essenzialmente cautelare e con finalità di protezione delle controparti delle filiazioni stesse.

L'autorità tedesca *BaFin* ha disposto un provvedimento di sospensione dei pagamenti (cd. "*moratorium*") nei confronti della banca tedesca *L.B. Bankhaus AG*. Il provvedimento ha piena e automatica efficacia anche con riferimento alla succursale italiana, ai sensi dell'art. 95 bis, comma 1, TUB, in applicazione della Direttiva sul risanamento e la liquidazione degli enti creditizi (direttiva 2001/24/CE attuata in Italia con d.lgs. 9 luglio 2004, n. 197). Conseguentemente, nei confronti della succursale non trovano applicazione le procedure di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa previste dall'ordinamento italiano.

L'autorità inglese ha sottoposto l'impresa di investimento inglese *Lehman Brothers International (Europe)*, unitamente ad altre società del gruppo, tra le quali la *Lehman Brothers Holdings PLC*, all'amministrazione controllata. Il provvedimento non beneficia della citata automatica applicazione alle succursali in Italia, prevista per le succursali di banche comunitarie.

L'autorità francese *Commission Bancaire*, a titolo di misura cautelare, ha nominato un amministratore provvisorio "a tutela dei destinatari dei servizi di investimento" della succursale dell'impresa di investimento *Lehman Brothers International* con poteri di amministrazione, direzione e rappresentanza. Nei confronti di *Banque Lehman Brothers* la commissione ha adottato un provvedimento di nomina di un amministratore provvisorio col compito di assicurare la continuità della gestione della filiazione francese.

L'autorità olandese (*District Court* di Amsterdam) ha dapprima disposto la sospensione dei pagamenti della *Lehman Brothers Treasury BV* e successivamente (8.10.08) dichiarato il fallimento della società con la nomina di un *trustee*.

L'autorità irlandese (*Financial Regulator*) sta effettuando un monitoraggio sulla situazione dei tre comparti dell'OICR *Lehman Brothers Liquidity Funds plc* (*Euro Liquidity*, *Sterling Liquidity* e *US Dollar Liquidity*) per i quali la società ha notificato la decisione di sospendere i rimborsi.

L'autorità lussemburghese (*Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg*) ha nominato un amministratore provvisorio per il controllo delle attività della *Lehman Brothers (Luxembourg) S.A.* e ammesso la società alla sospensione dei pagamenti per la durata di sei mesi a far data dal 3.10.2008.

In Italia le iniziative assunte dalla Banca d'Italia nei confronti dei soggetti comunitari operanti in Italia e degli intermediari italiani del gruppo Lehman hanno riguardato l'avvio di accertamenti ispettivi presso le filiali italiane della banca tedesca e gli intermediari iscritti nell'elenco ex articolo 106 TUB; una ispezione congiunta con la Consob è in corso presso la succursale dell'impresa di investimento inglese. La SGR italiana non ha avviato l'attività, anche su indicazione della Banca d'Italia.

Sul piano normativo, va precisato che le procedure di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa previste dall'ordinamento italiano sono applicabili solo con riferimento alla SGR italiana, mentre gli intermediari ex art. 106 e 113 TUB sono soggetti alle norme fallimentari ordinarie. Le citate procedure nazionali di gestione delle crisi non possono applicarsi alla succursale della banca tedesca, soggetta – come detto – esclusivamente ai provvedimenti adottati in Germania in quanto succursale di banca comunitaria. Nei confronti delle succursali delle imprese di investimento inglesi, il TUF consente l'avvio della liquidazione coatta amministrativa solo in caso di revoca dell'autorizzazione da parte dell'autorità del Paese di origine.

3. La posizione della clientela italiana.

3.1 Per quanto riguarda la clientela italiana, occorre differenziare la posizione di coloro che intrattengono rapporti con gli intermediari del gruppo operanti in Italia, in quanto clienti della banca tedesca o delle imprese di investimento inglesi, rispetto a quella dei possessori di strumenti finanziari riferibili al gruppo.

Per i clienti della succursale italiana della banca tedesca, cui si applicano direttamente i provvedimenti assunti in Germania (cd. “*moratorium*”), la disciplina comunitaria prevede diverse disposizioni dirette ad assicurare parità di trattamento rispetto ai clienti del paese di origine e ad agevolare la tutela dei diritti, tra i quali si segnalano quelle relative all'informativa da rendere e all'attribuzione del diritto di insinuare i propri crediti nella procedura dello Stato di origine, conformemente a quanto stabilito per i creditori di tale Stato, utilizzando, a tal fine, la lingua ufficiale dello Stato di residenza del creditore. Inoltre, nel caso della succursale italiana della banca tedesca tutti i depositanti, compresi quelli italiani, hanno diritto ad accedere ai sistemi di garanzia dei depositi del sistema tedesco.

Per i clienti delle imprese di investimento britanniche non operano le citate previsioni comunitarie; pertanto i relativi diritti sono soggetti esclusivamente alle norme che regolano la procedura nel Regno Unito. Quest'ultima prevede, tra l'altro, la moratoria delle azioni esecutive verso l'intermediario e il diritto dei creditori a partecipare alle assemblee per deliberare sulle proposte dell'amministratore per la gestione della crisi. Secondo quanto reso noto dagli amministratori nominati dall'autorità britannica, la procedura richiederà alcuni mesi, considerata la necessità di accertare l'esistenza di eventuali ragioni debitorie da parte dei clienti nei confronti della società.

3.2 Per quanto riguarda le emissioni di strumenti finanziari del gruppo Lehman, tra le più rilevanti si segnalano le seguenti:

- euro 3 miliardi (di cui euro 739 milioni a famiglie consumatrici) sono riferibili alla olandese “*Treasury Co BV*”, attualmente in procedura fallimentare; i prodotti emessi da tale società sono in genere garantiti dalla capogruppo americana; pertanto, in tali casi, il creditore potrà valutare la possibilità di far valere la garanzia specifica, oltre che agire nei confronti dell'emittente, secondo le norme che regolano in Olanda la procedura di fallimento; dalle informazioni acquisite, risulta che – allo stato – non è stato nominato il Comitato dei creditori né avviata la procedura di verifica del passivo;
- euro 2,7 miliardi (di cui euro 972 milioni a famiglie consumatrici) sono riferibili a titoli emessi dalla capogruppo americana; i detentori potranno considerare la possibilità di partecipare alla procedura del *Chapter 11* in atto negli USA in condizioni di parità coi creditori locali. Nell'ipotesi di strumenti finanziari emessi da società USA del gruppo non ancora sottoposte a procedure, è riconosciuta al creditore straniero la possibilità di avanzare

all'autorità giudiziaria una istanza volta ad ottenere l'apertura coattiva di una procedura di riorganizzazione ai sensi del *Chapter 11* ovvero di liquidazione ai sensi del *Chapter 7*.

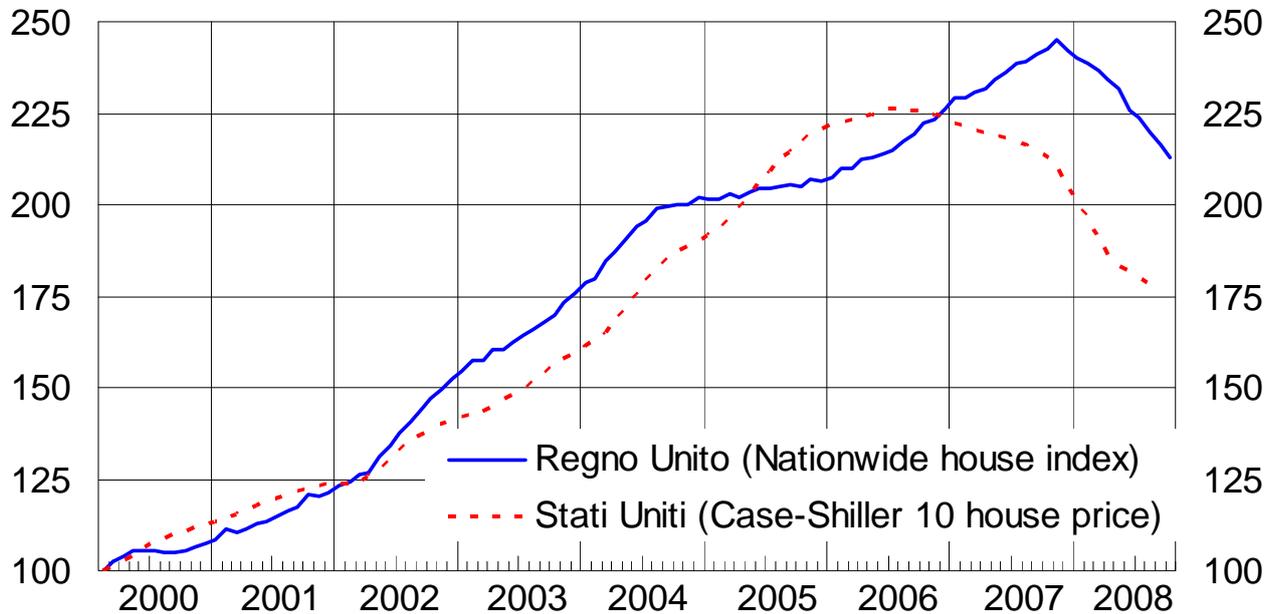
- euro 97 milioni (di cui euro 8 milioni a famiglie consumatrici) sono riferibili alla britannica *Lehman Brothers Holding PLC*, sottoposta alla stessa procedura di *administration* applicata all'impresa di investimento *Lehman Brothers International (Europe)*; per i detentori di tali titoli valgono le considerazioni svolte per i clienti dell'impresa di investimento;
- euro 70 milioni sono riferibili alla svizzera *Lehman Brothers Finance SA* (CH);
- euro 18 milioni (di cui euro 11 milioni a famiglie consumatrici) sono riferibili a titoli emessi dal citato OICR irlandese *Lehman Brothers Alpha Fund plc.* (riferiti al comparto *Lehman Brothers Straus US Equity Funds*). I titoli in questione non risultano tra quelli oggetto di sospensione temporanea dei riscatti. In ogni caso i titolari delle quote sarebbero garantiti dalla segregazione tra i diversi comparti riferibili all'OICR;
- euro 10 milioni (di cui euro 2 milioni a famiglie consumatrici) sono riferibili a obbligazioni ordinarie e prestiti subordinati (rispettivamente per 7 milioni e 3 milioni) emessi dalla società *Lehman Brothers UK Cap Fund*.

Infine, con riferimento a tutte le società del gruppo, con la sola eccezione della banca tedesca, residuerebbe la possibilità per i creditori di esercitare singole azioni esecutive o cautelari sugli attivi detenuti dalle società stesse in territorio italiano.

Dalle notizie disponibili risulta quindi che le articolazioni del gruppo Lehman sono sottoposte a provvedimenti di diversa natura che producono effetti differenziati sulle società cui si applicano e sui diritti delle controparti. In questo quadro, una appropriata tutela di tali diritti non può prescindere dall'individuazione della società del gruppo con la quale sono instaurati i rapporti, della specifica misura adottata nei confronti della stessa e delle conseguenti iniziative da adottare in Italia e presso gli ordinamenti esteri, in base alla disciplina propria delle misure stesse.

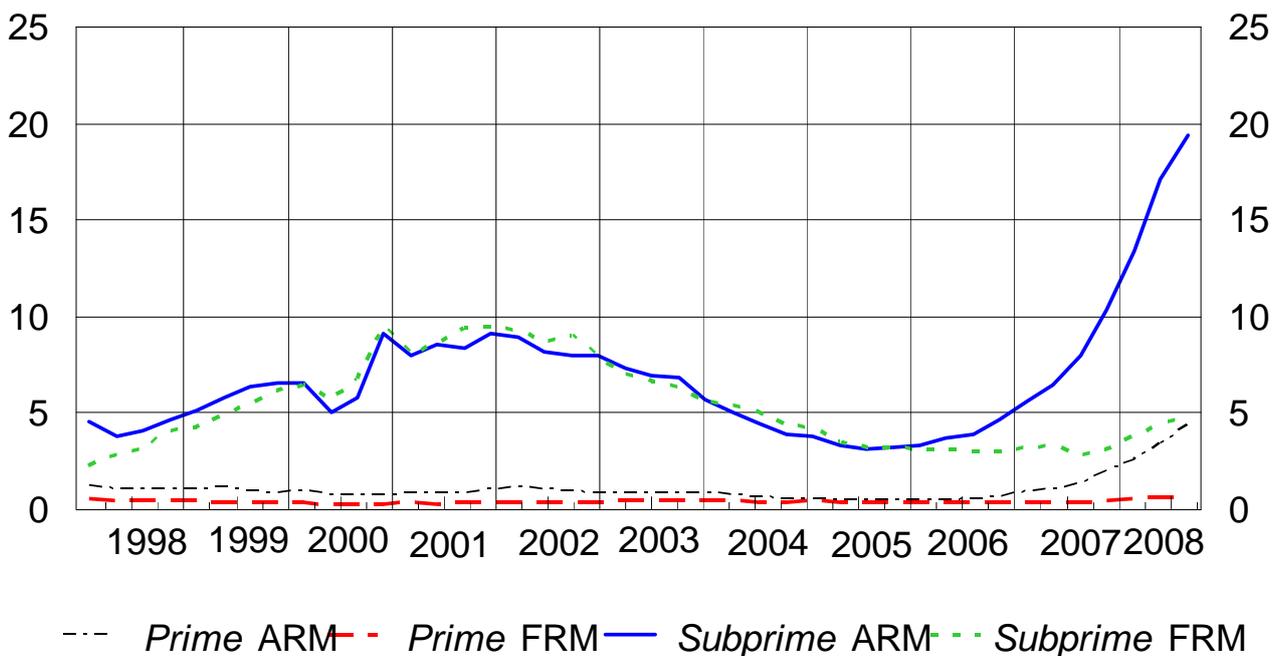
Mercato immobiliare negli Stati Uniti: prezzi delle case e insolvenze sui mutui

Indici di prezzo delle case negli Stati Uniti e nel Regno Unito
(Indici gennaio 2000 = 100)



Fonte: Thomson Financial Datastream

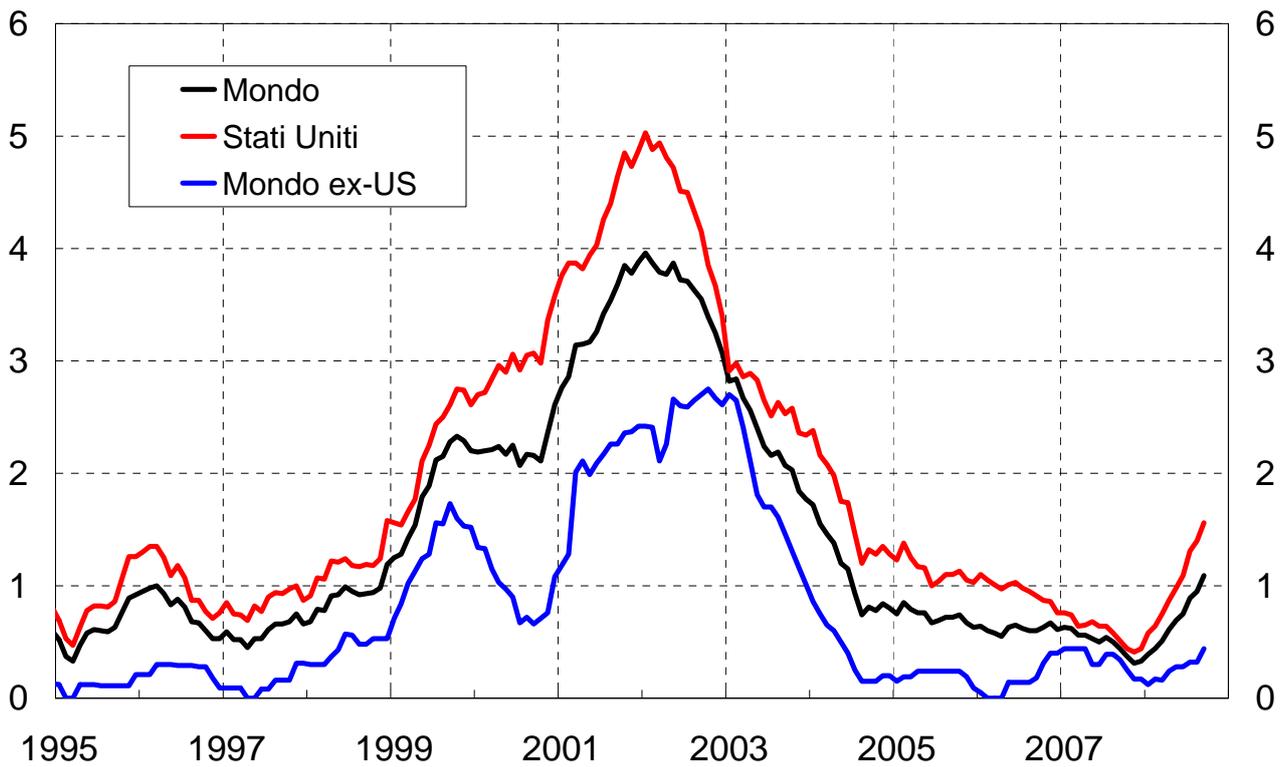
Mutui residenziali negli Stati Uniti: tassi di incidenza delle procedure esecutive (foreclosures) sui mutui in essere, differenziati per tipologie di mutuo (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



(1) ARM = mutui a tasso variabile; FRM = mutui a tasso fisso

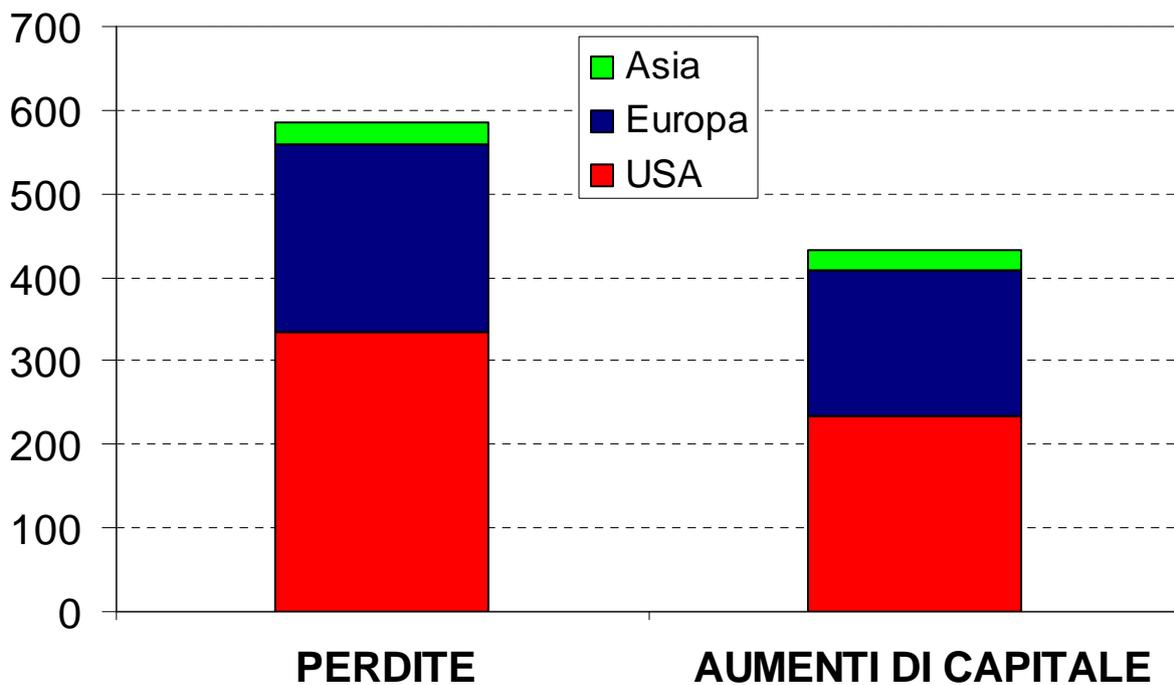
Fonte: Thomson Financial Datastream

Tasso di insolvenza delle obbligazioni
(dati mensili; punti percentuali)



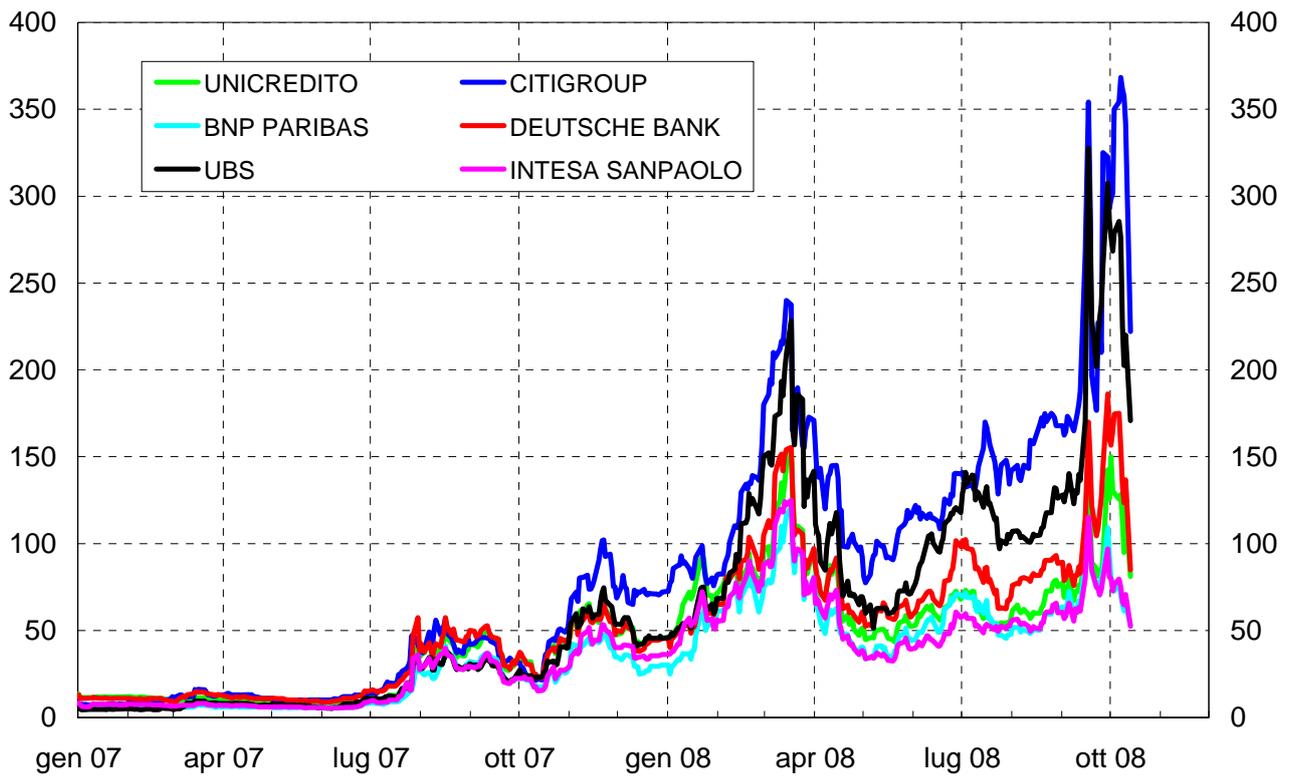
Fonte: Moody's

Aumenti di capitale e perdite delle principali banche internazionali
dal 1 luglio 2007 al 30 settembre 2008
(dati in miliardi di dollari)



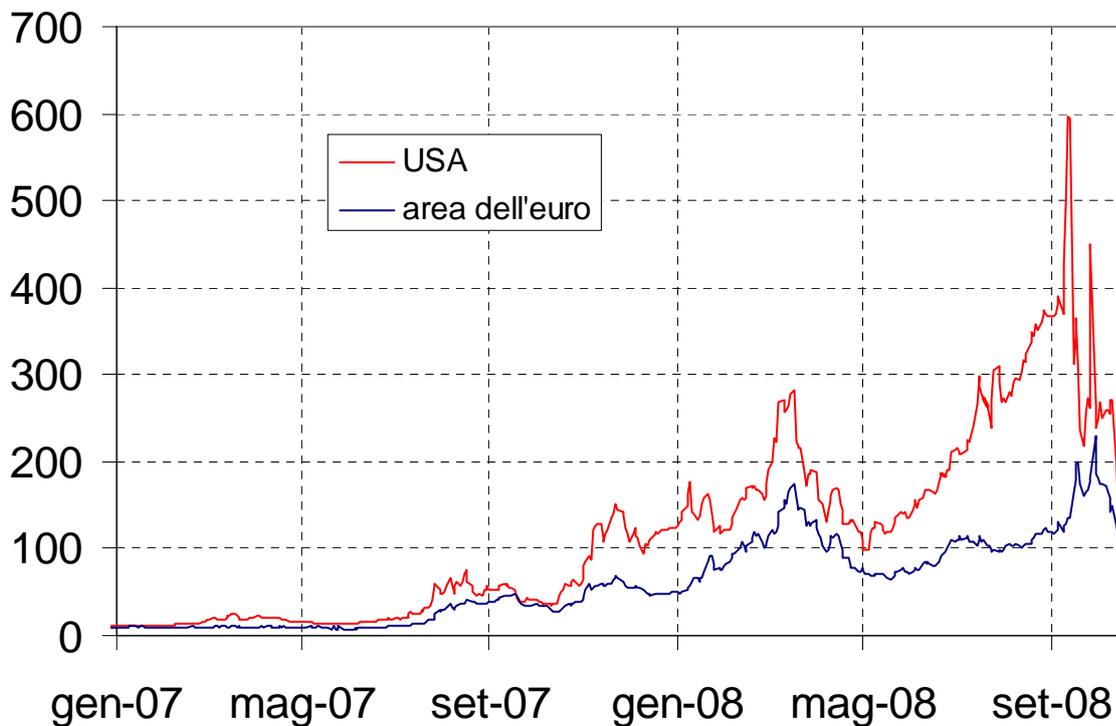
Fonte: Bloomberg

Indicatore della probabilità di insolvenza di alcune tra le principali banche
(premi sui CDS a 5 anni in centesimi di punto percentuale; dati giornalieri)



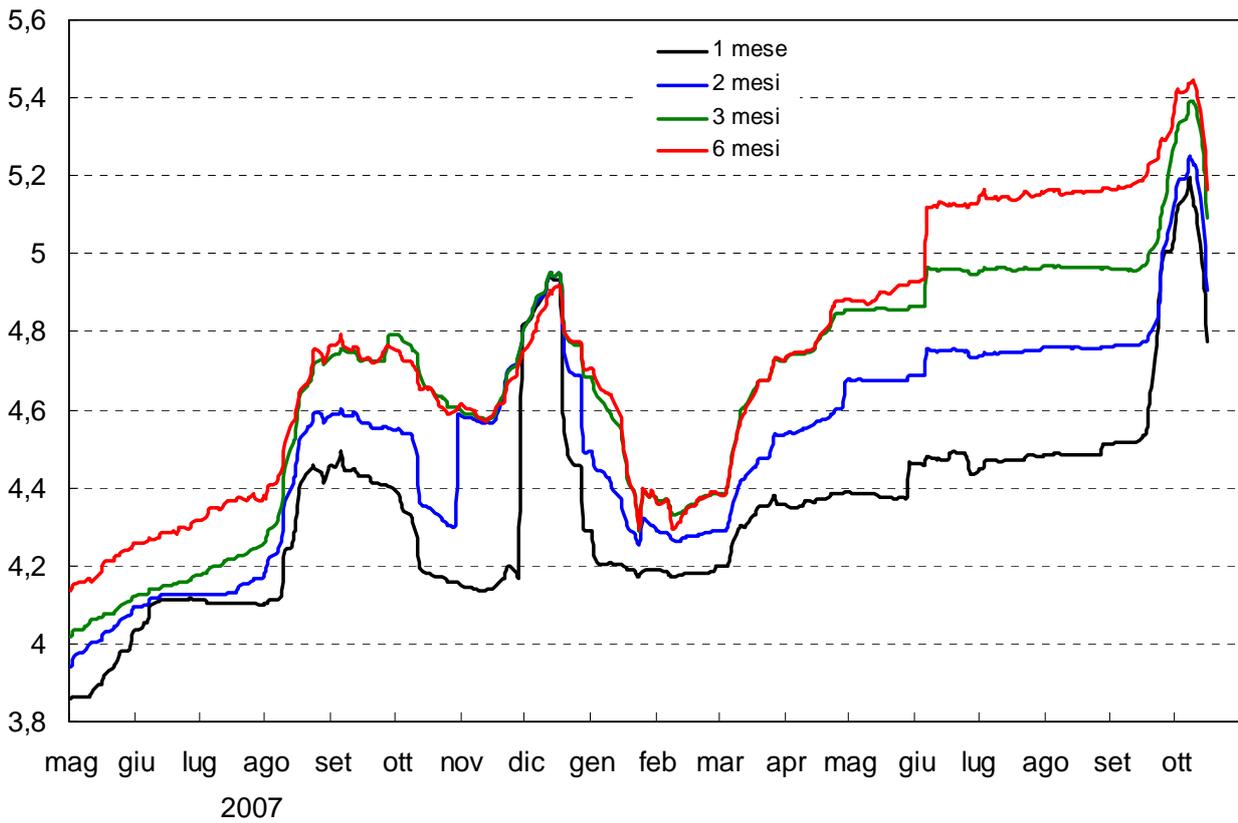
Fonte: Thomson Financial

Indicatore della probabilità di insolvenza del settore bancario
(indici dei CDS in centesimi di punto percentuale; dati giornalieri)



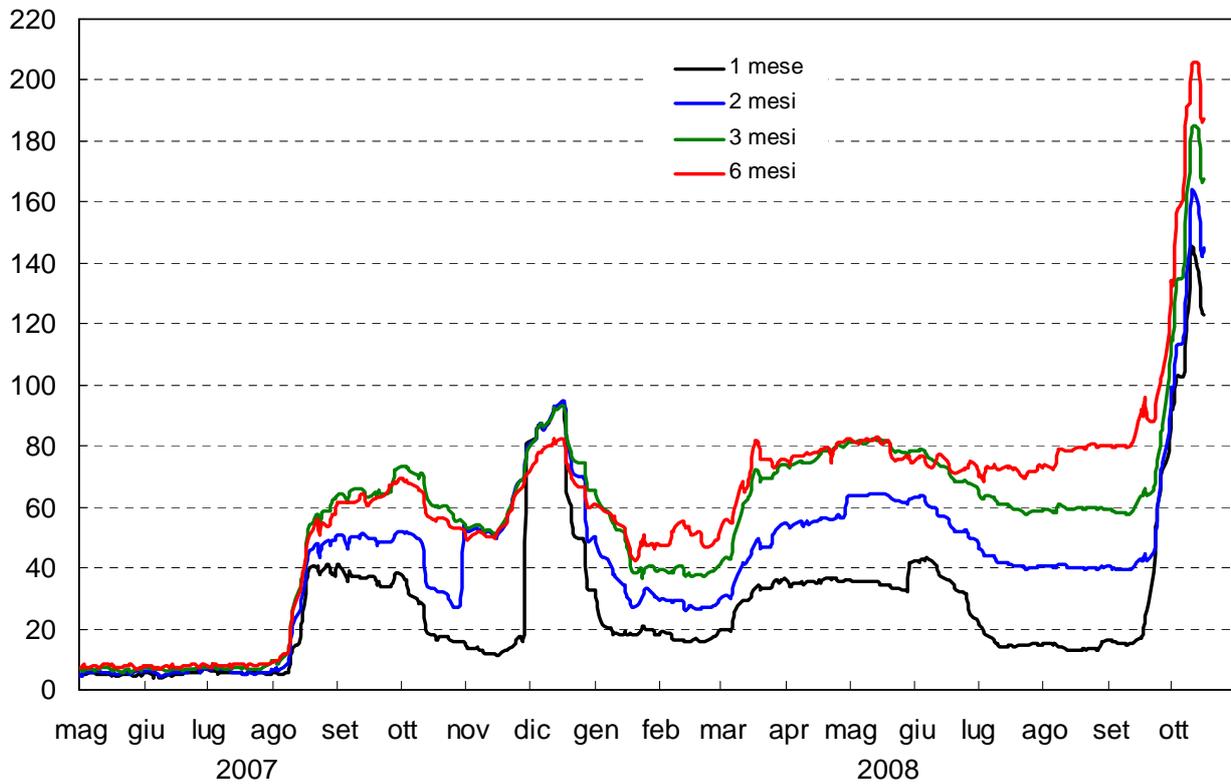
Fonte: Thomson Financial

Mercati interbancari Tassi di interesse Euribor



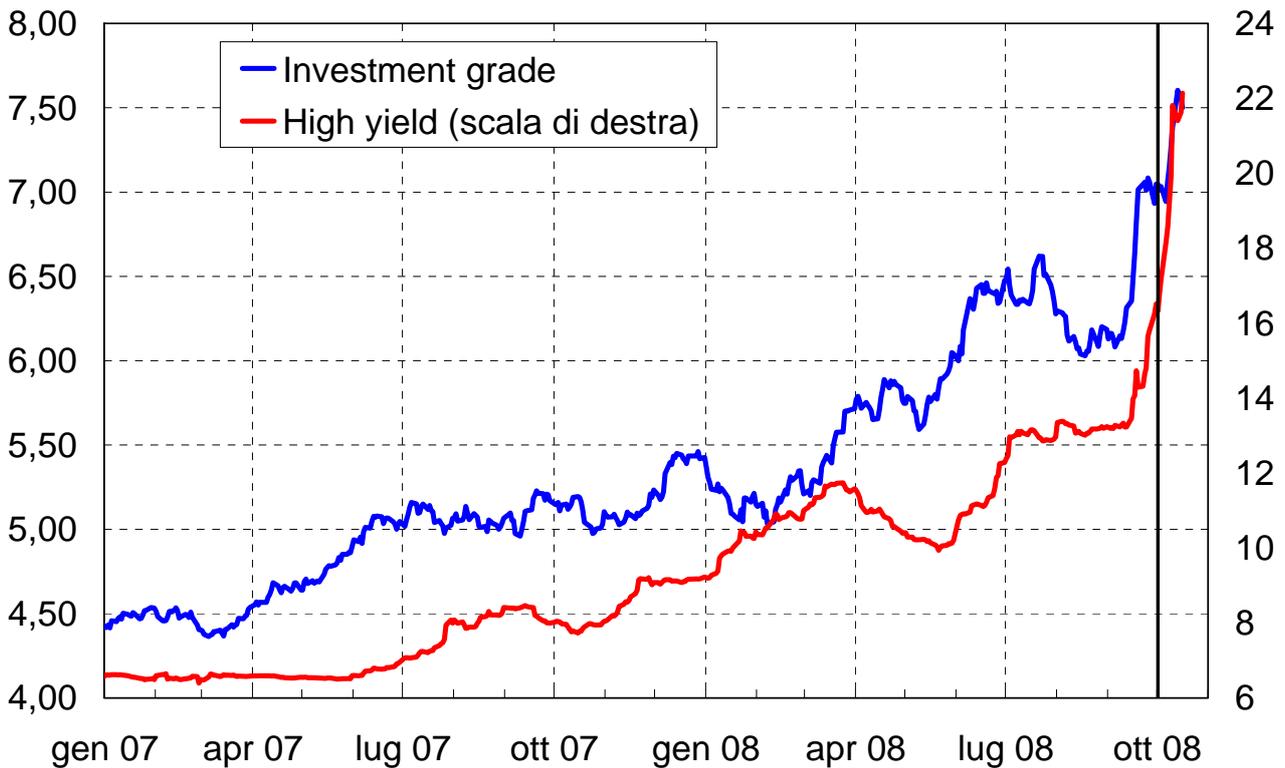
Fonte: EBF – European Banking Federation

Differenziali tra Euribor e Eurepo (prestiti con garanzia) per scadenza



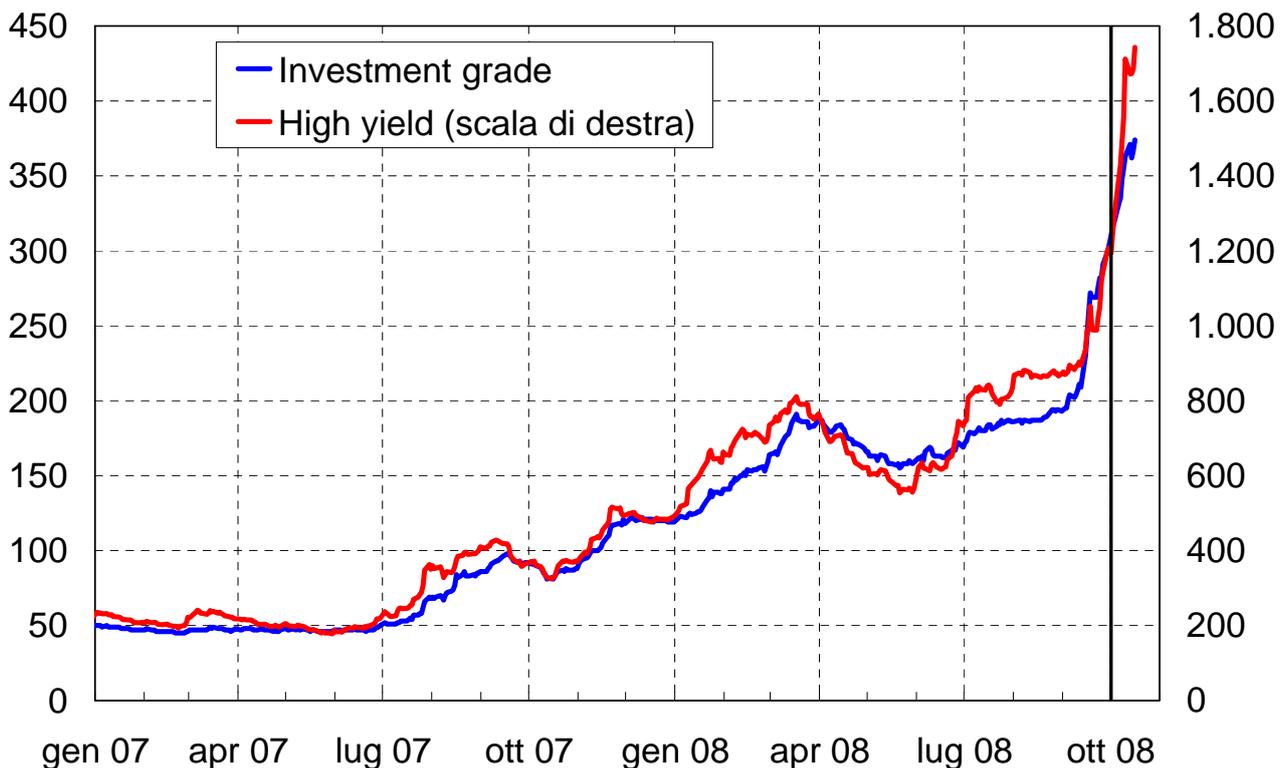
Fonte: EBF – European Banking Federation

**Rendimento delle obbligazioni private
in euro emesse sull'euromercato**
(dati giornalieri, punti percentuali)



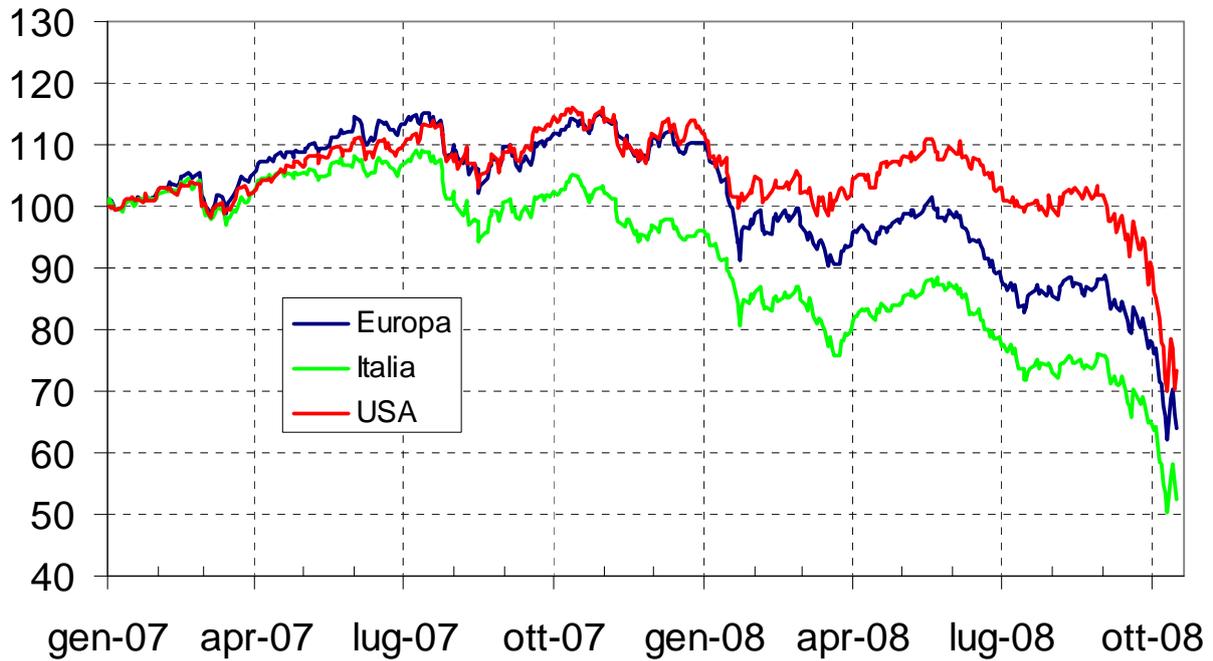
Fonte: Merrill Lynch

**Differenziale di rendimento tra obbligazioni private in euro emesse
sull'euromercato e i titoli di Stato corrispondenti**
(dati giornalieri, centesimi di punto percentuale)



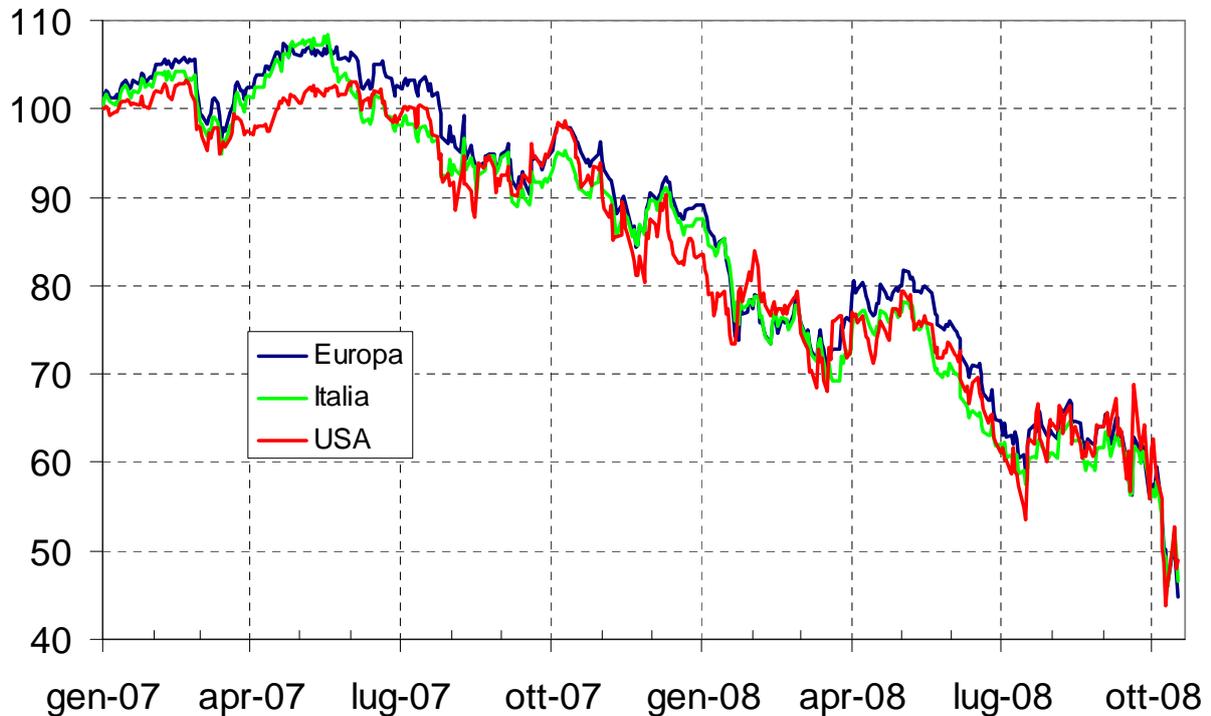
Fonte: Merrill Lynch

Indici di borsa: comparto non finanziario
(indice 1 gennaio 2007 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Financial.

Indici di borsa: comparto finanziario
(indice 1 gennaio 2007 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Financial